



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Marzo de 2009





# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

Marzo de 2009\*

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,  
para su reunión del 30 de abril de 2009.

Banco de la República  
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 7973



# LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

## OBJETIVOS

La política monetaria en Colombia se rige por un esquema de meta de inflación, en el cual el objetivo principal es alcanzar tasas bajas de inflación y buscar la estabilidad del crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo. Por tanto, los objetivos de la política monetaria combinan la meta de estabilidad de precios con el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo; de esta manera, dicha política cumple con el mandato de la Constitución, y contribuye al bienestar de la población.

## HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) define metas cuantitativas de inflación para el año en curso y el siguiente. Las acciones de política de la JDBR están encaminadas a cumplir la meta de cada año y a situar la tasa de inflación alrededor de 3% en el largo plazo. La medida de inflación que se tiene en cuenta es la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC).

## PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, y en la evaluación del pronóstico de inflación frente a las metas. Si la evaluación sugiere, con suficiente grado de confianza, que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta en el horizonte de tiempo en el cual opera esta política, y que dicha desviación no se debe a choques transitorios, la JDBR procederá a modificar la postura de su política, principalmente mediante cambios en las tasas de interés de intervención (tasas de interés de las operaciones de liquidez de corto plazo del Banco de la República).

## COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

Las decisiones de política monetaria se anuncian una vez concluida la reunión mensual de la JDBR mediante un comunicado de prensa que se publica inmediatamente en la página electrónica del Banco de la República: [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co).

Los informes sobre inflación, publicados trimestralmente, buscan hacer transparentes las decisiones de la JDBR, y contribuir a la mayor comprensión y credibilidad de la política monetaria. Específicamente, los informes sobre inflación tienen los siguientes objetivos: i) comunicar al público la visión de la JDBR y de la Gerencia Técnica del Banco acerca de la evolución reciente y esperada de la inflación y de los factores que la determinan a corto y a mediano plazos; ii) explicar las implicaciones de los anteriores factores para el manejo de la política monetaria dentro del esquema de meta de inflación; iii) explicar el contexto y el análisis que sustentaron las decisiones de la política monetaria durante el trimestre, y iv) proveer información que contribuya a la formación de expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del crecimiento del producto.

# CONTENIDO

Evaluación de la situación inflacionaria y decisiones de política	9
I. La inflación y sus determinantes	17
A. Desarrollos recientes de la inflación	17
B. Determinantes de la inflación	22
Recuadro 1: El reciente cambio de canasta familiar	38
II. Mercados financieros	40
A. Mercados externos	40
B. Mercados financieros internos	45
III. Perspectivas macroeconómicas	56
A. Contexto internacional	56
B. Balanza de pagos	62
C. Crecimiento interno	63
D. Perspectivas de la inflación	65
Recuadro 2: Proteccionismo: antiguas y nuevas respuestas a la crisis mundial	70
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	73

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor y metas	18
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	19
Gráfico 3	Índice ponderado de difusión de la inflación	19
Gráfico 4	Inflación anual de regulados y sus componentes	19
Gráfico 5	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	20
Gráfico 6	Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados	21
Gráfico 7	Inflación anual de alimentos	21
Gráfico 8	Inflación de alimentos por causas	21
Gráfico 9	Crecimiento real anual del PIB	22
Gráfico 10	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	24
Gráfico 11	IPI sin trilla de café mensual	24
Gráfico 12	Licencias de construcción	25
Gráfico 13	Indicador mensual de consumo de Fedesarrollo	26
Gráfico 14	Crecimiento del consumo de los hogares y del comercio al por menor	26
Gráfico 15	Importaciones de bienes de capital y formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo	26
Gráfico 16	Creación de empleo	28
Gráfico 17	Empleo en la industria y el comercio	32
Gráfico 18	Índices de salarios sectoriales nominales	33
Gráfico 19	IPP total y por procedencia	34
Gráfico 20	IPP por ramas	34
Gráfico 21	Índice de costos a partir de la MCS	34
Gráfico 22	Utilización de la capacidad instalada	35
Gráfico 23	Crecimiento del PIB observado y del PIB potencial	36
Gráfico 24	Brecha del producto	36
Gráfico 25	Inflación observada y expectativas de inflación	36
Gráfico 26	Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de 2002 a 2009	37
Gráfico 27	Pronóstico de inflación bancos y comisionistas de bolsa	37
Gráfico 28	Activos totales de los bancos centrales de economías desarrolladas	41
Gráfico 29	Condiciones de liquidez en el mercado de papeles comerciales de los Estados Unidos	42
Gráfico 30	Tasas de interés hipotecarias de los Estados Unidos	42
Gráfico 31	Índices bursátiles de las economías desarrolladas	42
Gráfico 32	Saldo de papeles comerciales en circulación en los Estados Unidos por tipo de emisor	43
Gráfico 33	<i>Credit default swaps</i> a cinco años	44
Gráfico 34	A. Índice de acciones economías emergentes en moneda local B. Índice de monedas de países emergentes frente al dólar	44
Gráfico 35	Índice de tasas de cambio en América Latina	45
Gráfico 36	Base monetaria por usos	48
Gráfico 37	Agregados monetarios y depósitos	48



Gráfico 38	Depósitos	48
Gráfico 39	CDT y bonos con y sin encaje	49
Gráfico 40	Cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda legal	49
Gráfico 41	Evolución de las provisiones de la cartera de consumo	50
Gráfico 42	Cartera e inversiones sobre el total de activos	51
Gráfico 43	Tasa de interés de política, IBR y TIB	52
Gráfico 44	Tasas de interés pasivas nominales	52
Gráfico 45	Tasas de interés nominales de crédito comercial	52
Gráfico 46	Tasas de interés nominales de crédito a los hogares	52
Gráfico 47	DTF real (con IPC sin alimentos)	54
Gráfico 48	Tasa de interés activa real (con IPC sin alimentos)	54
Gráfico 49	Tasa de interés real del crédito ordinario	54
Gráfico 50	Tasa de interés real del crédito preferencial	54
Gráfico 51	Tasa de interés real del crédito de tesorería	54
Gráfico 52	Tasa de interés real del crédito de consumo	54
Gráfico 53	Tasas nominales de interés: TES (mercado secundario)	55
Gráfico 54	IGBC	55
Gráfico 55	Producción industrial de las economías desarrolladas	57
Gráfico 56	Exportaciones de las economías desarrolladas	58
Gráfico 57	Ventas al por menor en los Estados Unidos	58
Gráfico 58	Índice de confianza del consumidor en los Estados Unidos	59
Gráfico 59	Índice de confianza del consumidor en Europa	59
Gráfico 60	Exportaciones en dólares de países asiáticos	60
Gráfico 61	PIB de algunos países latinoamericanos	60
Gráfico 62	Exportaciones de China	60
Gráfico 63	Pronósticos de crecimiento del PIB para 2009	65
Gráfico 64	<i>Fan chart</i> de la inflación total	68
Gráfico 65	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	68

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación según presiones alcistas a diciembre de 2008	18
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB, según la demanda	23
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB sectorial	25
Cuadro 4	Indicadores del mercado laboral	30
Cuadro 5	Indicadores del mercado laboral de los jefes de hogar	31
Cuadro 6	Indicadores de seguridad social en el total nacional	32
Cuadro 7	Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado para éste y el próximo año	33
Cuadro 8	Tasas de referencia de los bancos centrales	41
Cuadro 9	Endeudamiento externo	50
Cuadro 10	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	61
Cuadro 11	Precios internacionales	62



# EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

La variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) a marzo de 2009 fue 6,14%, inferior en 1,53 puntos porcentuales (pp) a la registrada al finalizar el año 2008 (7,67%). Este resultado confirma la tendencia decreciente de la inflación iniciada cinco meses atrás. El comportamiento de la inflación en el trimestre se explica por el menor ritmo de ajuste en los precios de los alimentos, con excepción del rubro hortalizas y frutas.

En el mismo período el IPC sin alimentos también redujo su crecimiento anual, debido a la desaceleración de los precios regulados. Con la excepción del IPC sin alimentos ni regulados, que se ha mantenido alrededor de 4%, las otras medidas de inflación básica también disminuyeron. En consecuencia, se redujeron los promedios de los tres indicadores de inflación básica que tradicionalmente calcula el Banco. Estas medidas excluyen los precios de bienes y servicios que se ven afectados por choques temporales de oferta, comprendiendo solo aquellos que se pueden afectar por las medidas de política monetaria.

Por su parte, la variación anual de los precios de bienes transables sin alimentos ni regulados se incrementó levemente a lo largo del primer trimestre del presente año. Factores como la devaluación del peso al inicio de 2009 no permitieron que la reducción observada en los precios internacionales de las materias primas y de otros bienes industriales se transmitiera plenamente a los precios internos. Sin embargo, en el último mes el comportamiento de la tasa de cambio se ha revertido.

En febrero y marzo de 2009 el incremento anual en los precios de los bienes y servicios no transables sin alimentos ni regulados, muy asociados con el comportamiento de la demanda interna, se estabilizó en tasas cercanas al 5,5%, lo que corresponde al límite superior del rango meta de inflación del presente año. La inercia inflacionaria observada en esta canasta se explica principalmente por el comportamiento de precios altamente indexados como la educación, la salud y, en menor medida, los arriendos.

La reducción de la inflación durante el trimestre ha estado acompañada por factores externos e internos que han contribuido a la disminución de las presiones inflacionarias, los cuales se detallan a continuación:

- En el panorama externo los nuevos resultados del sistema financiero en los Estados Unidos generaron una mayor confianza en los mercados de valores, lo que provocó aumentos en las bolsas. Pese a ello, las proyecciones para 2009 de los principales organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), indican que el crecimiento económico en los Estados Unidos será negativo (-2,6%) y que la generación de empleo será muy débil. Las perspectivas de las economías europeas no son las mejores y se espera una recuperación lenta que se empezaría a gestar en el último trimestre del presente año. En América Latina es un hecho la contracción generalizada de la producción industrial y el descenso de la inflación.
- La economía y el comercio mundial sufrieron una fuerte contracción en el primer trimestre de 2009 que se suma a la caída del cuarto trimestre del año anterior. Estos resultados confirman en buena parte los temores que se tenían sobre una recesión acentuada de la economía global. De esta forma, los diversos indicadores reales externos apuntan a un mayor descenso que el contemplado en el informe anterior. Con ello, el mercado externo para el producto colombiano se sigue debilitando y el envío de remesas por parte de los emigrantes colombianos continúa desacelerándose.
- En el panorama interno, después del pico observado en 2007, en los tres primeros trimestres de 2008 el crecimiento de la demanda interna y de la economía se moderaron a tasas anuales promedio de 4,4% y 3,6%, respectivamente. En el último trimestre de 2008 estas mismas variables se desaceleraron abruptamente a 1% y -0,7%, resultados inferiores a los proyectados por el Banco y el mercado. De esta forma, el crecimiento del PIB en 2008 fue 2,5%, una tercera parte de lo observado en 2007.
- Los indicadores disponibles de demanda y oferta muestran que en el primer trimestre de 2009 se puede registrar de nuevo un crecimiento económico negativo, cercano al observado a finales de 2008. Adicionalmente, los diferentes indicadores de brecha de producto muestran que ésta se encuentra en terreno negativo y que para el presente año no se prevé presiones de demanda.
- Según las encuestas mensual y trimestral realizadas por el Banco de la República, las expectativas de inflación continúan reduciéndose. El pronóstico promedio de crecimiento del IPC a un año realizado por los analistas, junto con las expectativas de inflación a más largo plazo implícitas en los papeles de deuda del Gobierno, muestran registros inferiores al punto medio del rango meta de 2009.
- En el primer trimestre de 2009 los costos no laborales se siguieron atenuando, como lo sugiere el comportamiento del índice de precios al productor

(IPP). Según ese indicador, la inflación anual del productor fue de 6,8%, resultado inferior en 2,2 pp al observado en diciembre. La reducción en la cotización internacional del petróleo y la decisión del Gobierno de bajar el precio de la gasolina y el diésel a partir del mes de mayo permitirá una disminución en los costos de transporte y de otros rubros que afectan el IPC.

- Los incrementos salariales que muestran los indicadores sectoriales disponibles al mes de febrero señalan ritmos de ajuste decrecientes. En cuanto a los empleados beneficiados por convenciones colectivas, sus ajustes salariales siguen atados a la variación anual del IPC, hecho que generó aumentos superiores a los registrados en 2008 para este grupo de empleados. Una situación similar la generó el incremento del salario mínimo.
- Entre diciembre de 2008 y febrero del presente año se observó una mayor oferta laboral medida por la tasa global de participación (TGP). Dado que el ritmo de crecimiento de esa variable fue superior al de la ocupación, el resultado neto ha sido un aumento de la tasa de desempleo con respecto al mismo período del año anterior.
- El agregado monetario más amplio (M3), que entre noviembre de 2008 y febrero del presente año presentó una tendencia creciente en su variación anual, ha perdido dinamismo. Pese a ello, la tasa anual de crecimiento de dicho agregado continúa siendo muy superior al aumento del PIB nominal estimado para el presente año.
- En lo corrido del año el balance de usos y fuentes de los organismos de crédito muestra que el sistema bancario ha dado prioridad a las inversiones, y en menor medida al crédito. El crecimiento de la cartera en moneda nacional continuó moderándose hasta mediados de febrero, pero en marzo y comienzos de abril su desaceleración se atenuó. En términos reales, la cartera presenta una tasa de crecimiento superior al promedio histórico calculado desde 1971, explicado principalmente por el comportamiento de la cartera comercial. Por su parte, la de consumo continúa desacelerándose.
- A diferencia de lo que ha sucedido en los países desarrollados, los establecimientos de crédito en Colombia están sólidos, situación que es necesaria para el buen funcionamiento del canal de crédito. En efecto, el sector ha presentado indicadores de solvencia superiores a los regulatorios y continúan registrando utilidades importantes.
- La caída observada en las tasas de interés en las distintas modalidades de ahorro y crédito muestra que la reducción de las tasas de interés de referencia del Banco se han transmitido con rapidez a las de mercado. Adicionalmente, el comportamiento del IPC sin alimentos contribuyó para que en términos reales dichas tasas descendieran a niveles cercanos al promedio calculado desde 2001.

Por todo lo anterior, entre febrero y abril de 2009 la Junta Directiva del Banco de la República decidió continuar con su política de reducción de la tasa de interés iniciada en diciembre de 2008. En estos tres meses la reducción se ha venido dando a un ritmo de 100 puntos básicos (pb) mensuales, en la medida en que se han observado unas expectativas de inflación decrecientes y dentro del rango meta, acompañadas de un crecimiento económico inferior al de su potencial. Con este panorama es posible apoyar la demanda y el crecimiento futuro de la economía sin comprometer el logro de la meta de inflación. De esta forma, en abril de 2009 la tasa de interés de referencia se fijó en 6%, 300 pb menos que el registro de enero del mismo año.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso seguimiento de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación y del crecimiento, y reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

Junta Directiva del Banco de la República

# INFORME SOBRE INFLACIÓN

**Elaborado por:**

Departamento de Programación e Inflación  
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

**Gerente**

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

**Subgerente**

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

**Director**

Sección de Inflación (\*)

Adolfo León Cobo

**Jefe**

Alejandro Reyes

Daniel Parra

Édgar Caicedo

José David Pulido

José Vicente Romero

Sergio Olarte

(\*) En la elaboración de este informe colaboraron Gloria Alonso, Luis Hernán Calderón y Daira Garrido, jefa y profesionales expertos de la Sección de Programación Macroeconómica, respectivamente; Ricardo Bernal, profesional líder en asuntos especiales del Departamento de Programación e Inflación y Eliana González, profesional experta del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Jesús Enrique Cárdenas, Dayana Alexandra Heredia, David Camilo López estudiantes en práctica.



*El equipo técnico de la Subgerencia de Estudios Económicos quiere dedicar este informe a la memoria de JORGE E. MARTÍNEZ T. (q. e. p. d.), un maestro, un gran señor de buen corazón que irradiaba tranquilidad y alegría, un buscador, un luchador, un gran economista siempre dispuesto a brindar una mano, un apoyo, un consejo, una mirada calurosa y comprensiva. Queremos recordarte siempre como el amigo a quien pudimos acudir seguros de obtener soluciones, consejos inteligentes y una palabra amable en momentos de dificultad.*



# I. LA INFLACIÓN Y SUS DETERMINANTES

**En el primer trimestre del año la inflación anual** descendió significativamente. La inflación básica también cayó pero a un menor ritmo

**En 2008 el PIB se debilitó más de lo esperado;** en el cuarto trimestre se presentó una caída en la producción, situación que no se observaba desde 1999.

**Para el primer trimestre de 2009** se espera nuevamente una ligera contracción del PIB.

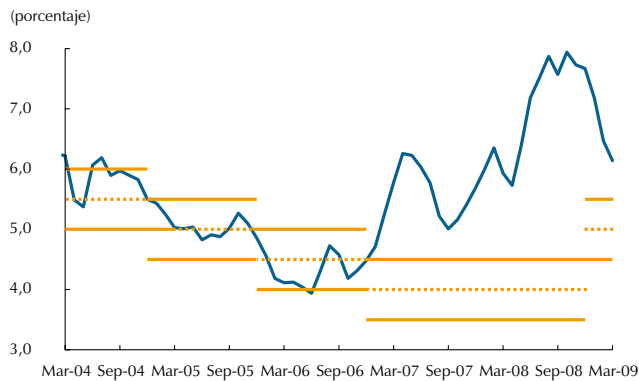
**Los excesos de capacidad productiva** aumentaron de manera importante en los últimos dos trimestres.

## A. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor en Colombia descendió fuertemente durante el primer trimestre del año, empujada por los menores ajustes y caídas en los precios de los alimentos y de los combustibles, principalmente. En informes anteriores se había previsto una reducción importante de la inflación al consumidor durante los primeros tres meses del año; sin embargo, la caída final superó las expectativas del equipo técnico del Banco de la República y de la mayoría de analistas. La tendencia que exhibe hoy en día la inflación en Colombia es compartida por la mayoría de economías desarrolladas y emergentes, en donde la debilidad de la demanda, asociada con la crisis financiera internacional, ha desactivado las presiones sobre precios que se hicieron presentes durante buena parte de 2008.

En Colombia el resultado de marzo para la inflación anual total fue de 6,1%, frente a 7,7% observado en diciembre de 2008. Para el acumulado del trimestre el aumento del índice de precios al consumidor (IPC) ha sido de 1,9% (frente a 3,4% en 2008). Cabe señalar que en octubre del año pasado la inflación había alcanzado un máximo de 7,9%, después de varios trimestres de aumentos casi continuos, pero en noviembre y diciembre comenzaron a verse disminuciones (Gráfico 1). A pesar

Gráfico 1  
Inflación anual al consumidor y metas



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de la rápida desaceleración, el resultado de marzo se mantuvo por encima del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para este año (entre 4,5% y 5,5%).

En el Cuadro 1 se presenta la contribución de cada una de las subcanastas principales del IPC a la reducción de la inflación en lo corrido del año. Cerca del 90% de la caída es atribuida al IPC de alimentos. El 10% restante corresponde al IPC de bienes y servicios regulados, dentro de los que se incluye el precio de los combustibles. Los transables y no transables sin alimentos ni regulados, por el contrario, ejercieron algunas presiones alcistas, aunque leves.

Cuadro 1  
Descomposición de la inflación según presiones alcistas a diciembre de 2008

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación porcentual en la desaceleración entre dic-08 y mar-09
		Dic-08	Ene-09	Feb-09	Mar-09	
<b>Inflación</b>						
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>7,67</b>	<b>7,18</b>	<b>6,47</b>	<b>6,14</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>71,79</b>	<b>5,11</b>	<b>4,84</b>	<b>5,03</b>	<b>4,90</b>	<b>10,38</b>
Transables	26,00	2,37	2,38	2,33	2,45	(1,55)
No transables	30,52	5,24	5,08	5,39	5,36	(2,53)
Regulados	15,26	9,45	8,49	9,01	8,11	14,46
<b>Alimentos</b>	<b>28,21</b>	<b>13,17</b>	<b>12,24</b>	<b>9,50</b>	<b>8,67</b>	<b>89,62</b>
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	5,12	21,94	18,94	11,89	12,28	39,23
Cereales, aceites y otros	8,03	19,02	18,63	16,11	12,89	38,97
Comidas fuera del hogar y otros	11,59	7,27	7,08	7,17	6,71	5,15
Carne de res y sustitutos	3,47	6,45	6,42	4,64	4,17	6,26

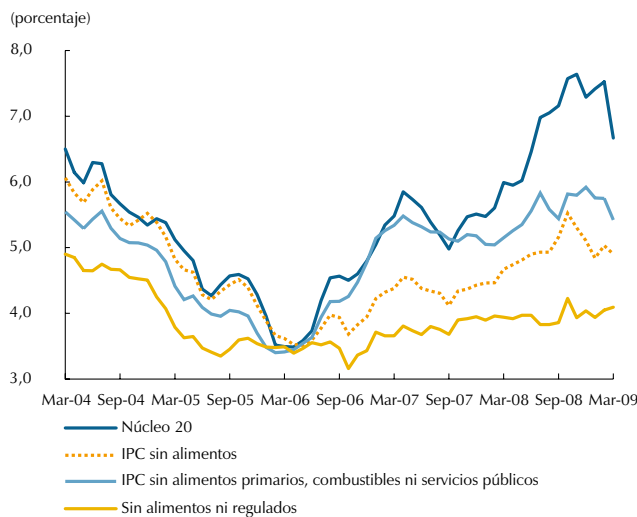
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Como se tenía previsto, a partir de enero, el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) introdujo una nueva canasta de medición del IPC, realizando, además, algunos cambios metodológicos en la estimación. En general, la nueva canasta no parece haber modificado significativamente el cálculo de la inflación en Colombia. De acuerdo con la teoría y la evidencia empírica, actualizaciones en la estructura de la canasta familiar como la efectuada este año permiten minimizar la sobrestimación de la inflación que resulta de la presencia de diversos sesgos presentes en el cálculo del IPC (Recuadro 1, p. 38).

## 1. Inflación básica

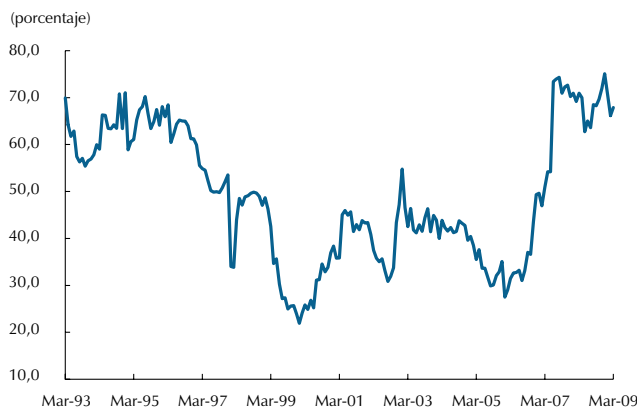
La inflación básica se redujo en el primer trimestre del año, aunque en menor medida que la inflación total. Al finalizar el primer trimestre de 2009 el promedio

**Gráfico 2**  
Indicadores de inflación básica anual



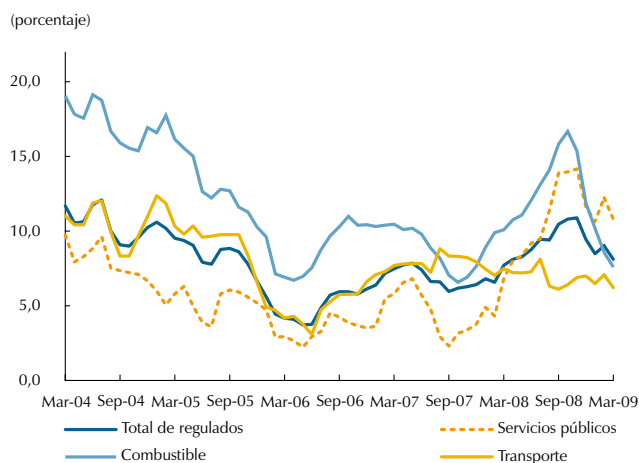
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 3**  
Índice ponderado de difusión de la inflación



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 4**  
Inflación anual de regulados y sus componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de los tres indicadores publicados regularmente por el Banco de la República (núcleo 20, IPC sin alimentos e IPC sin alimentos perecederos, servicios públicos ni combustibles) se situó en 5,7%, levemente por encima del límite superior de la meta de inflación. En diciembre este promedio se encontraba en 6,1%.

Todos los tres indicadores presentaron una tendencia descendente en el trimestre; sin embargo, a marzo el núcleo 20 seguía manteniendo el mayor nivel (6,7%), superando todavía el rango meta establecido por la JDBR; los otros dos indicadores ya se situaban dentro de dicho rango. Especialmente significativo fue el comportamiento del IPC sin alimentos, cuya variación anual fue 4,9% a marzo, por debajo del registro de diciembre (5,1%) y del máximo para los últimos años alcanzado en octubre (5,5%) (Gráfico 2).

Aunque la disminución de los indicadores de inflación básica puede señalar que la demanda está ejerciendo menores presiones sobre los precios y que las expectativas de inflación se están reduciendo, durante el primer trimestre buena parte de su caída ha sido posible gracias a los menores costos de materias primas, incluyendo la moderación de los ajustes en los precios de los combustibles y otros regulados. El papel de los regulados se observa con el indicador de IPC que excluye alimentos y regulados, el cual ha presentado menores variaciones desde hace varios meses, situándose alrededor de 4% (Gráfico 2).

Por otro lado, a marzo todavía el grueso de los precios de la canasta del consumidor presentaba ajustes anuales relativamente altos. El indicador de difusión de la inflación, el cual mide el porcentaje ponderado de incrementos anuales de precios por encima del punto medio de la meta de inflación de 2009 (5%), se mantenía en niveles históricamente altos, aunque con algún declive en lo corrido del primer trimestre (Gráfico 3).

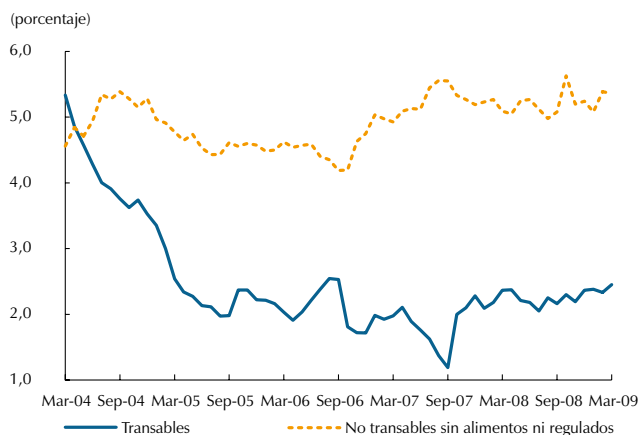
Por componentes del IPC sin alimentos, sobresale la rápida disminución, en buena parte prevista, de la variación anual del IPC de regulados: su registro para marzo fue 8,1%, frente a 9,5% de diciembre y 10,9% en noviembre (su punto más alto desde hace varios años) (Gráfico 4). El descenso de la variación anual fue en buena parte posible gracias a la estabilidad del

precio al consumidor de los combustibles. Si bien dicho rubro no disminuyó entre diciembre y marzo, sí se mantuvo estable en contraste con los fuertes aumentos en el mismo período del año pasado. Esto imprimió una tendencia decreciente a su variación anual, a la de otros precios como los servicios de transporte público urbano (que lo utilizan como insumo) y a la del conjunto del IPC de regulados.

En lo que resta de 2009 las mayores presiones alcistas dentro del grupo pueden provenir de los ajustes en las tarifas de energía. Hasta marzo la variación anual de este ítem se mantenía por encima del 17%, en parte como consecuencia de que varios de los contratos de suministro para 2009 entre empresas generadoras y distribuidoras se efectuaron el año pasado, coincidiendo con el pico del precio internacional de los combustibles. Pero también porque la capacidad de generación hidroeléctrica estaría siendo superada por la demanda y las empresas se están viendo en la necesidad de generar energía térmica en mayor medida para abastecer la demanda local, aumentando así sus costos de operación.

En el caso de los combustibles, la reciente decisión del Gobierno de bajar en cerca de 5% el precio de la gasolina corriente (\$400) a partir de mayo de 2009 puede representar una disminución de la inflación anual cercana a los 30 pb, de acuerdo con estimaciones realizadas por el Banco de la República. Este menor impacto sobre la inflación anual incluye tanto el efecto directo, por la baja en el precio de la gasolina, como el efecto indirecto, por los menores costos de producción asociados con la reducción en el costo del transporte.

Gráfico 5  
Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados



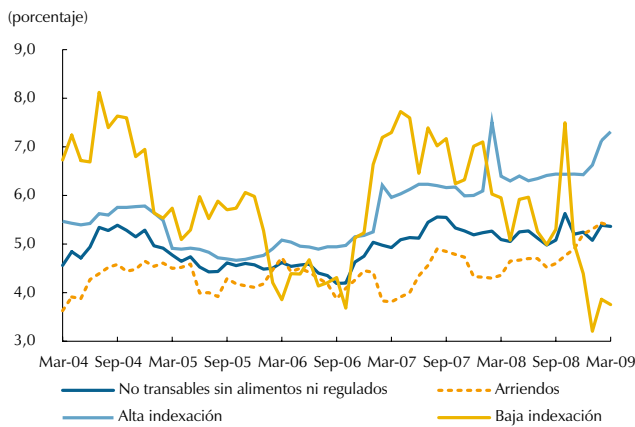
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Contrario al comportamiento de los regulados, tanto el grupo no transable como el transable del IPC sin alimentos ejercieron presiones alcistas en el primer trimestre de 2009. En particular, el crecimiento anual del IPC de no transables se ha mantenido en niveles algo superiores al 5,0% desde mediados de 2007, y entre diciembre de 2008 y marzo de este año pasó de 5,3% a 5,4%, situándose un poco por encima de las previsiones del Banco (Gráfico 5).

Esta alza, que sorprende dado el debilitamiento de la demanda, puede estar relacionada con la alta indexación que caracteriza a varios de los rubros de los no transables, así como con el papel que pudo desempeñar el aumento del salario mínimo en servicios intensivos en mano de obra: es el caso de los arriendos (5,4% en marzo), ítem que ha mostrado una clara tendencia a la

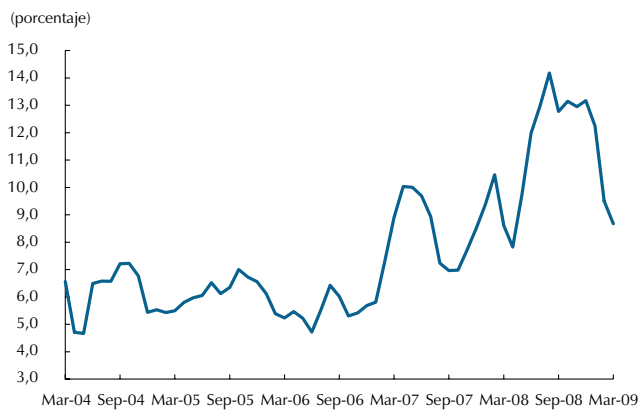
alza desde septiembre del año pasado, al igual que el de otros rubros como la educación, los servicios de salud y financieros. En conjunto la variación anual del IPC de estos rubros fue 6,4% en diciembre pasado y 7,3% en marzo. Por el contrario, los rubros que tienen baja indexación en la formación de sus precios mostraron una tendencia descendente a partir del último trimestre del año anterior, acordes con la debilidad de la demanda local (Gráfico 6).

**Gráfico 6**  
Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados



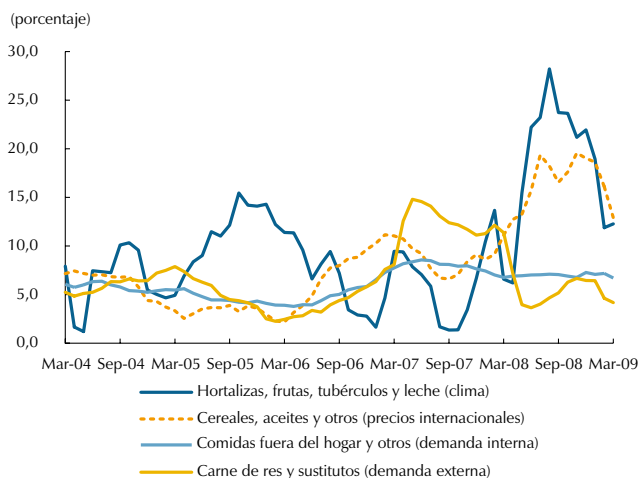
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 7**  
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 8**  
Inflación de alimentos por causas



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, aunque la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados continuó muy por debajo del rango meta de inflación, desde el último trimestre del año pasado comenzó a repuntar gradualmente desde un nivel de 2,2%, para cerrar el primer trimestre de 2009 en 2,5% (Gráfico 5). Esta aceleración estaría vinculada con la depreciación del peso frente al dólar que se observó en la segunda mitad de 2008 y a comienzos de 2009.

## 2. Inflación de alimentos

Al igual que ha sucedido en muchos países, en Colombia los precios de varios alimentos han disminuido o han presentado alzas mucho menores que las registradas el año pasado, siguiendo el comportamiento de las cotizaciones internacionales y de la reducción de los costos de insumos y transporte. Así mismo, factores favorables de oferta en Colombia también contribuyeron a moderar los aumentos de precios. En el país la depreciación del peso no impidió que los menores precios y costos externos se transmitieran a los precios internos. Así, la variación anual del IPC de alimentos se redujo sustancialmente en el primer trimestre y en más de lo anticipado en informes anteriores, situándose en 8,7% en marzo frente a 13,3% en diciembre (Gráfico 7).

La mayor contribución a la desaceleración de la variación anual del IPC de alimentos provino del grupo de alimentos perecederos, en particular de los precios de las hortalizas, frutas, tubérculos y leche (Gráfico 8). Algo similar sucedió con los precios de alimentos importados como los aceites y cereales. En conjunto los dos subgrupos mencionados explican cerca del 80% de la desaceleración de la inflación anual al consumidor experimentada en los primeros tres meses del año.

Por otro lado, y recogiendo los menores ajustes en los precios de los alimentos, la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar presentó, por primera vez en dos años, una tendencia decreciente importante: pasó de cerca del 8,0% en diciembre a 6,7% en marzo. También el crecimiento anual en el precio de las carnes y sustitutos cercanos cayó de 6,5% en diciembre a 4,2% en marzo. En ambos casos la debilidad de la demanda interna puede ayudar a explicar este desempeño.

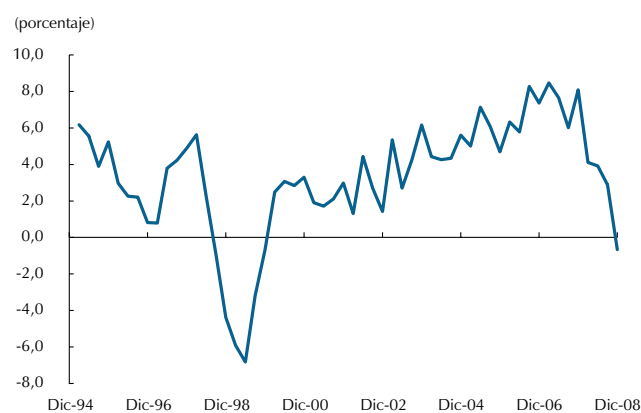
## B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

### 1. Demanda agregada en 2008 y primer trimestre de 2009

#### a. Demanda agregada en 2008

Según el DANE, durante el cuarto trimestre de 2008 el crecimiento anual del PIB fue de -0,7%, inferior al que se había previsto en informes anteriores y por debajo de las proyecciones de los analistas del mercado. Una caída del PIB trimestral en términos anuales no se presentaba desde 1999. Este resultado apunta hacia un debilitamiento económico más marcado que el que se observaba a comienzos de 2008 (Gráfico 9).

Gráfico 9  
Crecimiento real anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La demanda interna no se contrajo en el cuarto trimestre (creció 1,0%), mientras que la externa neta (exportaciones menos importaciones) sí se deterioró (en 13,7%), lo que condujo a una ampliación del déficit comercial como porcentaje del PIB medido en pesos constantes. Las exportaciones en pesos constantes registraron una expansión anual superior al 6%, que fue contrarrestada por un crecimiento mayor de las importaciones reales (10,3%).

Dado lo anterior, el PIB en todo 2008 creció 2,5%, cifra inferior en 5 puntos porcentuales (pp) a la registrada en 2007. La demanda interna también se desaceleró de manera importante (en 4,9 pp); sin embargo, continuó creciendo por encima del PIB total.

En general, el debilitamiento del crecimiento del producto durante 2008 puede atribuirse a varios factores: a) al aumento de la inflación, especialmente de alimentos, lo que redujo el ingreso real disponible de las familias; b) a la reducción en la inversión y en el gasto públicos, especialmente por parte de las administraciones locales; c) al aumento de las tasas de interés como medida de política monetaria desde abril de 2006; d) a la existencia de varios choques negativos de oferta dentro de los que sobresalen varias huelgas (transporte, corteros de caña, ferroníquel, sector judicial), y e) a la profundización de la crisis internacional, que minó la confianza de los consumidores y de los inversionistas y redujo la demanda externa de nuestros productos, todo esto especialmente durante la segunda mitad del año.

Desde el punto de vista de la demanda la mayor contribución a la desaceleración en el último año la efectuó el consumo de los hogares, en especial el de bienes no durables (Cuadro 2). En parte, esto último pudo tener que ver con el aumento en los precios de los alimentos (como ya se señaló). El consumo de servicios y de bienes durables también se redujo, fenómeno que en parte también se relaciona con la postura de política monetaria adoptada a partir de abril de 2006.



Cuadro 2  
Crecimiento real anual del PIB, según la demanda

	2007 (a)	Variación porcentual anual					Total año (b)	(b) - (a)	Contribución a la desaceleración en 2008
		2008							
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.				
Consumo de los hogares	7,6	4,2	2,8	1,5	1,7	2,5	(5,1)	(3,3)	
Bienes no durables	6,7	2,8	2,6	(0,1)	0,6	1,5	(5,2)	(1,2)	
Bienes semidurables	8,9	3,1	2,5	1,4	1,2	2,1	(6,8)	(0,4)	
Servicios	7,0	6,2	4,0	3,3	2,9	4,1	(2,9)	(0,9)	
Bienes durables	12,9	(4,3)	(5,3)	(4,6)	(1,2)	(3,9)	(16,8)	(0,9)	
Consumo del Gobierno	4,5	1,4	2,9	1,2	(0,1)	1,3	(3,2)	(0,6)	
Formación bruta de capital	13,7	8,1	9,9	13,1	(0,0)	7,7	(6,0)	(1,6)	
Obras civiles	21,5	(14,8)	(8,4)	9,3	(12,7)	(7,1)	(28,6)	(1,9)	
Construcción y edificaciones	3,7	25,0	26,8	26,9	(1,0)	18,8	15,1	0,7	
Resto	14,0	12,6	13,3	10,5	6,3	10,6	(3,3)	(0,5)	
Demanda final interna	8,5	4,7	4,5	4,1	1,0	3,5	(4,9)	(5,4)	
Exportaciones totales	11,4	14,5	9,0	3,4	6,3	8,1	(3,3)	(0,6)	
Importaciones totales <sup>b/</sup>	13,9	12,9	9,4	8,1	10,3	10,1	(3,7)	(1,0)	
<b>PIB</b>	<b>7,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>(0,7)</b>	<b>2,5</b>	<b>(5,0)</b>	<b>(5,0)</b>	
<b>Gobierno: consumo + inversión <sup>a/</sup></b>	<b>8,5</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>3,1</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(9,4)</b>	<b>(2,3)</b>	

a/ Se supone las obras civiles como inversión privada.

b/ Este rubro resta al PIB.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Otro aporte importante a la desaceleración provino del gasto público, entendido éste como la suma del consumo público y la inversión en obras civiles (esta última como una aproximación a la inversión pública). Dicho agregado explicó 2,3 pp del menor crecimiento para el año completo (Cuadro 2). Como se ha mencionado en informes anteriores, el pobre desempeño de la inversión en obras civiles estuvo relacionado, sobre todo, con un bajo nivel de ejecución de obras por parte de las administraciones locales, lo que a su vez habría obedecido al cambio de las administraciones municipales y departamentales, que usualmente dedican el primer año de mandato a la definición de sus planes de desarrollo. Adicionalmente, la desaceleración del consumo público también tuvo que ver con un efecto de base estadística importante, ya que en 2007 se presentó un crecimiento considerable (8,5%).

Contrario a lo que sucedió con el consumo total y con la inversión pública, la inversión privada mantuvo un fuerte dinamismo a lo largo del año, realizando un aporte positivo al crecimiento (de 0,2%). Sin embargo, a diferencia de años anteriores, en 2008 la inversión privada habría estado más concentrada en los sectores petrolero y carbonífero (Cuadro 2).

Con respecto a las exportaciones, en 2008 continuaron expandiéndose a un alto ritmo, aunque inferior que el de 2007 (Cuadro 2). El menor dinamismo se sintió principalmente durante el segundo semestre del año, lo que habría obedecido a dos factores, principalmente: 1) al recrudescimiento de la crisis externa que ocasionó una menor demanda por productos colombianos en la mayoría de destinos, y 2) a las menores exportaciones no tradicionales a Venezuela y Ecuador a raíz de las restricciones que estos países impusieron el año pasado al comercio internacional.

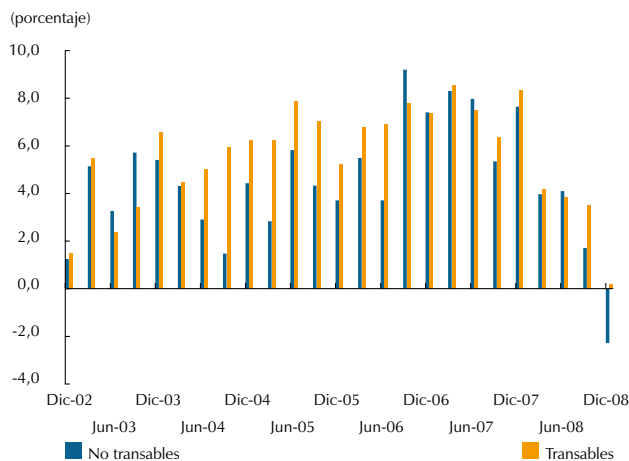
Por su parte, las importaciones también se desaceleraron, pero continuaron creciendo por encima del 10%. El menor aumento se concentró en las compras destinadas al consumo, lo que concuerda con el debilitamiento del consumo total. Por su parte, las importaciones de bienes de capital mantuvieron un fuerte ritmo de expansión.

Por el lado de la oferta, la disminución en el crecimiento económico se dio tanto en los sectores transables como en los no transables (Gráfico 10). Dentro del primer

grupo la menor dinámica se concentró principalmente en la industria manufacturera, la cual se contrajo 2%, por primera vez desde 1999 (Cuadro 3). Al tiempo, la caída de la industria fue producida principalmente por los subsectores de vehículos, refinación de petróleo y confecciones. Dentro de los transables sobresale el sector de minas y canteras, el cual aceleró su ritmo de crecimiento en 2008 (al pasar de 2,9% en 2007 a 7,3% en 2008), compensando parcialmente la disminución de la producción manufacturera.

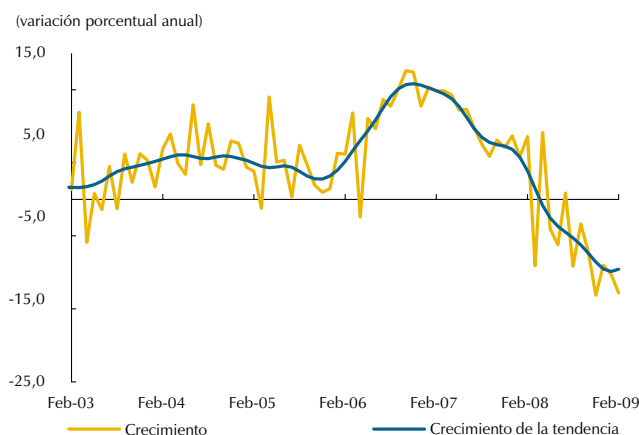
Para el caso de los sectores no transables la desaceleración se centró principalmente en el comercio y la construcción. En el caso de la construcción, las obras civiles fueron las que explicaron la dinámica negativa del sector. Por el contrario, la construcción de edificaciones, incluyendo vivienda, se aceleró en los primeros tres trimestres, creciendo cerca de 19% para todo el año (Cuadro 3).

Gráfico 10  
Crecimiento anual del PIB de transables y no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 11  
IPI sin trilla de café mensual



Fuente: DANE (MMM) ; cálculos del Banco de la República.

#### b. Perspectivas para el primer trimestre de 2009

Los indicadores disponibles para el primer trimestre del año muestran que la economía colombiana ha seguido debilitándose. La producción industrial, publicada por el DANE, siguió disminuyendo y en febrero su tasa de crecimiento anual fue de -12,8% inferior a la registrada un mes atrás, cuando cayó 10,3% (Gráfico 11).

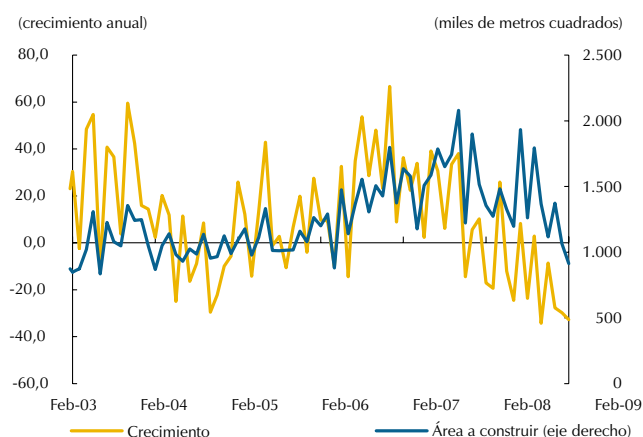
Otros indicadores por el lado de la oferta son igualmente preocupantes: por ejemplo, la demanda de energía, que

Cuadro 3  
Crecimiento real anual del PIB sectorial  
(porcentaje)

	2007	I trim. 08	II trim. 08	III trim. 08	IV trim. 08	2008
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,9	3,8	5,6	2,1	(0,6)	2,7
Explotación de minas y canteras	2,9	4,5	8,1	10,0	6,6	7,3
Industria manufacturera	9,5	1,8	1,2	(2,6)	(8,0)	(2,0)
Electricidad, gas y agua	3,7	0,7	1,7	1,2	1,0	1,2
Construcción	11,5	0,6	4,4	16,1	(8,0)	2,8
Edificaciones	1,1	24,8	26,5	25,8	(0,6)	18,7
Obras civiles	19,1	(15,0)	(8,3)	9,5	(12,6)	(7,1)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	8,7	2,1	2,9	0,2	(0,1)	1,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	11,0	8,8	4,5	2,3	0,8	4,0
Establecimientos financieros, segur., inmueb. y serv. a las empresas	7,3	7,0	5,0	6,4	4,0	5,6
Servicios sociales, comunales y personales	4,7	3,2	3,2	1,6	0,5	2,1
<b>Subtotal valor agregado</b>	<b>7,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>2,9</b>	<b>(0,6)</b>	<b>2,5</b>
Impuestos menos subsidios	11,5	6,9	5,6	2,8	(1,7)	3,3
<b>Producto interno bruto</b>	<b>7,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>(0,7)</b>	<b>2,5</b>

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 12  
Licencias de construcción



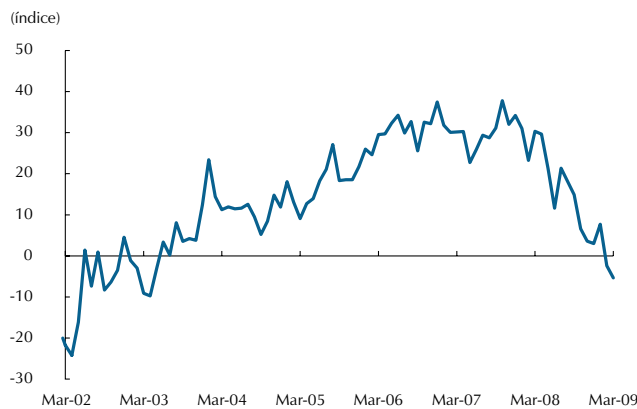
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

aunque a marzo mostró una recuperación, y creció 5,0% (frente a -3,2% un mes atrás), cuando se ajusta por días hábiles disminuye 5,1%. De igual manera, el indicador de pedidos para la industria realizado por Fedesarrollo a febrero se mantuvo en niveles bajos, mientras que el de existencias continuó alto. Esta última medida presenta una correlación negativa con la producción. Para el caso de la construcción de edificaciones, las caídas que se observan en las licencias (32,7% en febrero) (Gráfico 12) y en la producción de cemento (21% en febrero) tampoco permiten ser optimistas.

Por el lado de la demanda, el indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo a marzo retrocedió una vez más, lo que sugiere un débil comportamiento del consumo de los hogares en el primer trimestre (Gráfico 13). En una dirección similar se comportó el índice de ventas del comercio al por menor, según el DANE, que se contrajeron a un ritmo de 4,1% anual en febrero. La correlación entre las ventas al por menor y el consumo de los hogares ha sido significativa en el pasado (Gráfico 14).

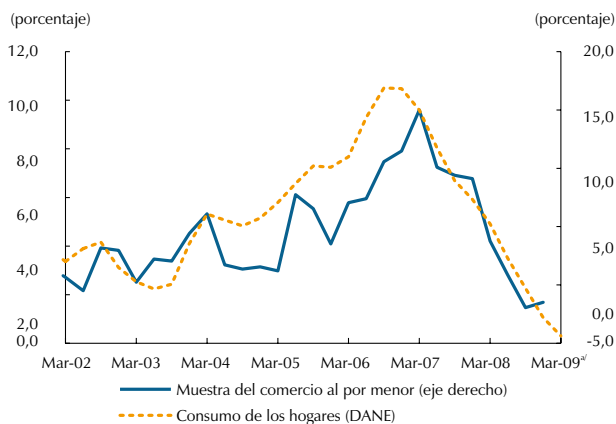
Por último, con respecto a la inversión diferente a la relacionada con construcción de vivienda, las señales son más favorables. Las importaciones de bienes de

Gráfico 13  
Indicador mensual de consumo de Fedesarrollo



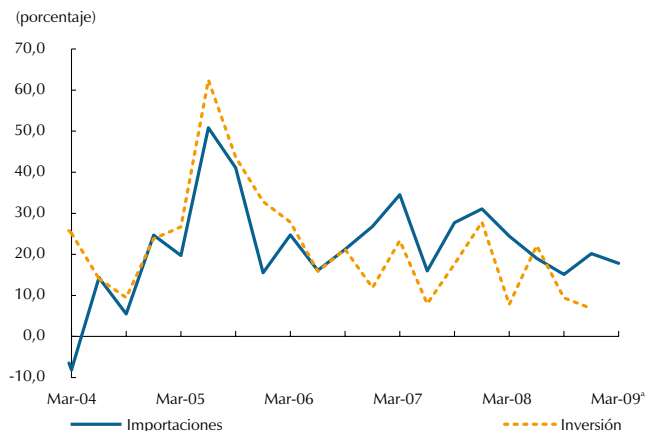
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 14  
Crecimiento del consumo de los hogares y del comercio al por menor



a/ Promedio de enero a febrero.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15  
Importaciones de bienes de capital y formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo (pesos constantes)



a/ Promedio de enero a febrero.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

capital a febrero medidas en pesos constantes habrían mantenido una tasa de crecimiento anual positiva de 17,8% (Gráfico 15).

Los indicadores anteriores sugieren que la economía colombiana siguió debilitándose durante el primer trimestre del año. A juzgar por el pobre desempeño de las exportaciones tradicionales y no tradicionales durante enero, las cuales cayeron en dólares 13,6% y 14,8% respectivamente, la crisis externa habría continuado tendiendo efectos internos importantes (véase resalta-do, p. siguiente).

Además de la menor demanda externa, un canal mediante el cual se está transmitiendo la crisis es el de la confianza de los consumidores (Gráfico 13). Esta situación puede haberse acentuado por los relativamente altos niveles de endeudamiento que presentan hoy en día los hogares<sup>1</sup> y por el muy poco crecimiento del empleo y el aumento en las tasas de desempleo (véase sección siguiente).

Así las cosas, es probable que el primer trimestre siga mostrando un crecimiento anual del PIB negativo. No obstante, se considera que la contracción puede ser similar a la observada en el cuarto trimestre de 2008. Esto siempre y cuando el consumo público y la inversión en obras civiles presenten una recuperación con respecto a los niveles observados a finales del año pasado.

## 2. Mercado laboral y costos salariales

En el primer trimestre de 2009 las tasas de desempleo aumentan, coincidiendo con el debilitamiento de la actividad económica. No obstante, de acuerdo con la información de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE, los incrementos obedecieron a una ampliación de la oferta o participación laboral antes que a una destrucción de empleo. De hecho, en los primeros meses del año éste siguió aumentando, aunque a una tasa baja y probablemente con un deterioro en su calidad y estabilidad, como lo sugieren los resultados

1 Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2008, capítulo III, numeral B, Banco de la República.

## EXPORTACIONES A ENERO DE 2009 E IMPORTACIONES A FEBRERO DE 2009

A enero de 2009 las exportaciones totales en dólares registraron un descenso anual de 13,2%, debido a una caída de 14,8% en las exportaciones no tradicionales (sin oro) y de 13,6% en las tradicionales. En el grupo de productos tradicionales el carbón fue el único que exhibió una tasa anual positiva (88%), mientras que el ferróníquel, el petróleo y sus derivados y el café presentaron caídas anuales de 61%, 42% y 15%, respectivamente; descensos que se originaron en los menores precios implícitos, pero no en los volúmenes exportados (excepto en el caso del café).

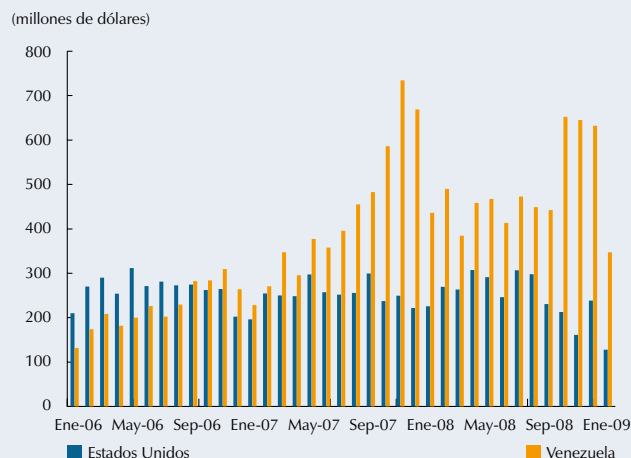
Por destino, las exportaciones no tradicionales registraron una dinámica pobre en relación con el mismo período de 2008 (Gráfico A). En el caso de las ventas a Venezuela se observó una caída de 20% anual en enero de 2009, la cual contrasta con el comportamiento de 2008, cuando crecieron 23,4% en promedio. Vale la pena mencionar que todos los sectores que exportaron a Venezuela registraron descensos importantes, excepto el agrícola. De la misma manera, las ventas (sin oro) a los Estados Unidos presentaron un crecimiento anual negativo de 43,4% frente a una tasa anual positiva del 1,8% registrada en 2008. También cabe mencionar que en enero de 2009 el valor de todos los productos exportados a los Estados Unidos (excepto el banano) registró caídas significativas.

Por otro lado, la contracción de las exportaciones no tradicionales fue levemente compensada por las ventas a Ecuador

y al resto del mundo. En efecto, las exportaciones a Ecuador aumentaron a una tasa anual de 1,7% en enero de 2009 y al resto del mundo en 0,4% anual para el mismo período. En el caso de Ecuador las ventas de productos no tradicionales fueron impulsadas por el sector industrial, particularmente alimentos y bebidas, material de transporte y artes gráficas. Para el resto del mundo sólo los sectores de confecciones, alimentos y bebidas, y maquinaria y equipo registraron aumentos con respecto a enero de 2008.

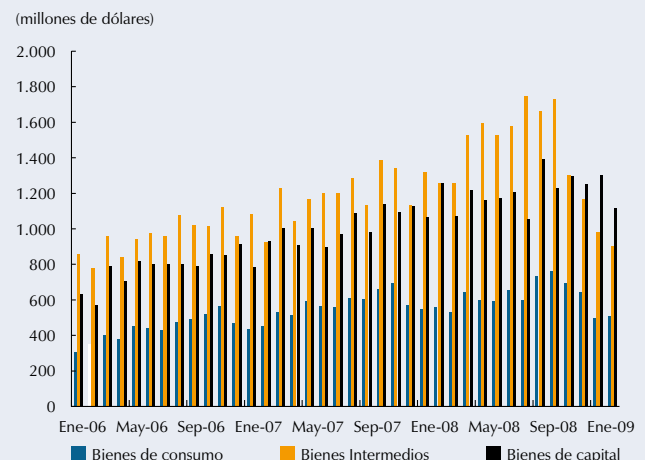
En cuanto a las importaciones, en lo corrido a febrero de 2009 las totales registraron una contracción de 11,7% frente al mismo período de 2008. El análisis por tipo de bienes (según la clasificación por uso o destino económico [Cuodel]) muestra que dicha desaceleración ha sido, en parte, liderada por el grupo de bienes intermedios cuyas compras pasaron de tasas de crecimiento cercanas al 25,6% en promedio en 2008 a -26,9% anual para el primer bimestre del año. Al mismo tiempo, los bienes de consumo registraron tasas anuales de -9,5% a febrero de 2009 frente a un crecimiento de 12,2% en 2008. Las únicas importaciones que mostraron crecimientos positivos en el primer bimestre fueron las de bienes de capital, aunque también en este caso su desempeño fue inferior al de 2008: crecieron 4,0% en los dos primeros meses de 2009, frente al 21,7% anual registrado en promedio el año anterior en promedio. Esto puede indicar que la inversión, diferente a la de edificaciones, puede haber seguido expandiéndose (Gráfico B).

**Gráfico A**  
Exportaciones no tradicionales a los Estados Unidos y Venezuela



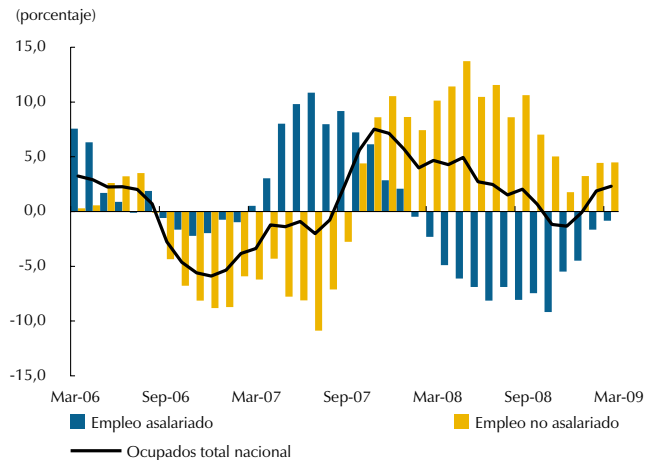
Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

**Gráfico B**  
Importaciones de bienes



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

Gráfico 16  
Creación de empleo  
(total nacional-promedio móvil de orden 3)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de las encuestas sectoriales. Por otro lado, la mayor holgura del mercado laboral disminuyó las presiones sobre los ajustes salariales en varios sectores, permitiendo que se efectuaran a tasas incluso por debajo del ajuste del salario mínimo y la inflación observada.

Según la GEIH, en el primer trimestre del año los ocupados totales aumentaron a tasas anuales de 2,3% y 1,3% a nivel nacional y de trece ciudades, respectivamente. Como sucedió durante todo 2008, el empleo asalariado continuó contrayéndose, aunque a tasas menores que en 2008 (Gráfico 16). Para el total nacional, la disminución del empleo asalariado está asociada únicamente con las caídas de los obreros y empleados del sector público, puesto que los empleados que reportan haber sido contratados por el sector privado estarían aumentando ligeramente. Para las trece ciudades

si se observó una caída de estos últimos (véase el siguiente resaltado). Así las cosas, la creación de empleo total se siguió concentrando en los trabajadores no asalariados, en particular en los cuenta propia, que crecieron en términos anuales alrededor de 7,5%, tanto para el total nacional como para las trece ciudades principales (Gráfico 16).

## DINÁMICA DE LA OCUPACIÓN Y EL DESEMPLEO EN LAS TRECE CIUDADES PRINCIPALES DURANTE EL PRIMER TRIMESTRE DEL AÑO

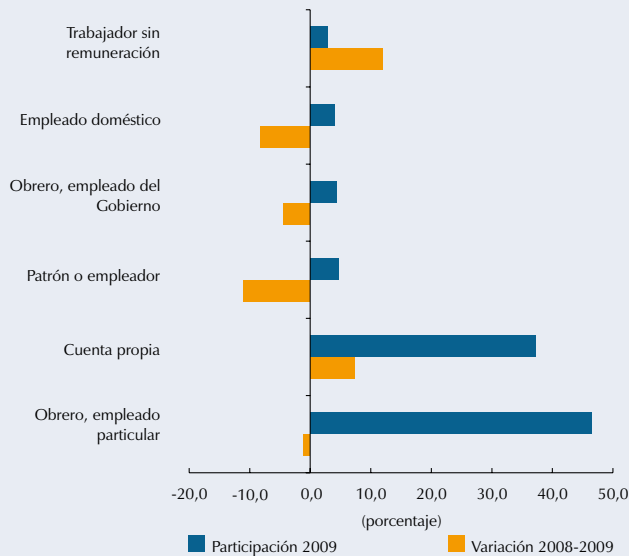
De acuerdo con la posición ocupacional, el débil comportamiento en las trece principales ciudades durante el primer trimestre obedeció a las fuertes contracciones anuales registradas tanto por patrones como por empleadores, el empleo interno y los empleados del Gobierno, segmentos que en conjunto representan el 13% de la población ocupada. Así mismo, el empleo particular, principal componente del empleo asalariado y porción significativa del total, cae ligeramente. El crecimiento del empleo es jalonado únicamente por el núcleo no asalariado, es decir, los cuenta propia y los trabajadores sin remuneración (el 40% del total de ocupados) (Gráfico A).

Al descomponer el crecimiento del empleo por rama de actividad económica (Gráfico B) se aprecia que en la industria

manufacturera, transporte, almacenamiento y comunicaciones y en otras ramas de menor ponderación<sup>1</sup> se presentaron caídas anuales de la demanda por trabajo. Por su mayor importancia en el total (18%), la industria manufacturera fue la que presentó la contribución negativa más pronunciada. Las ramas que aportaron al crecimiento de la ocupación fueron comercio, restaurantes y hoteles, actividades inmobiliarias y la construcción.

<sup>1</sup> Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; explotación de minas y canteras; suministro de electricidad, gas y agua, e intermediación financiera.

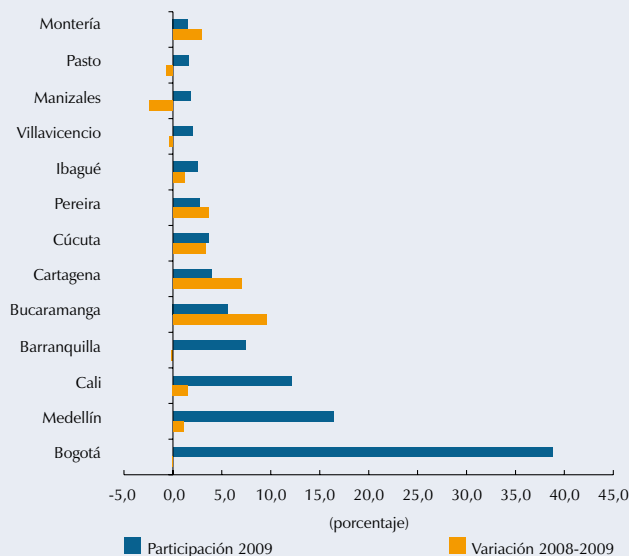
**Gráfico A**  
Participación y crecimiento de los ocupados en las trece ciudades por posición ocupacional



Fuente: DANE.

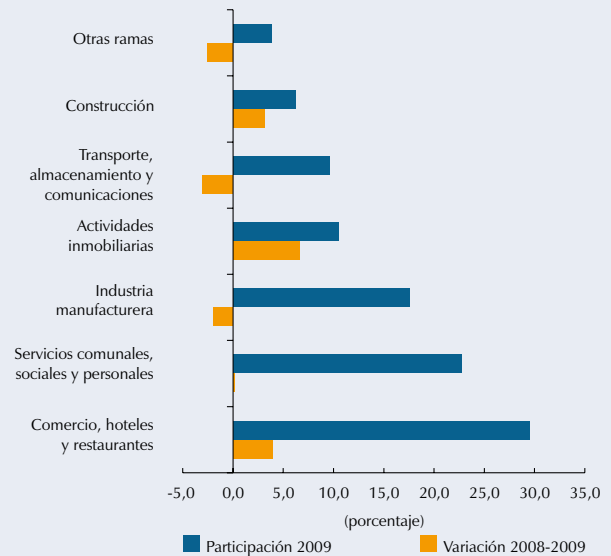
En el Gráfico C se analiza el comportamiento de la ocupación por ciudades. Manizales, Pasto, Villavicencio y Barranquilla, las cuales albergan al 13% del empleo total, registraron caídas anuales de los ocupados en el primer trimestre. Los mayores crecimientos de la ocupación ocurrieron, en su orden, en Bucaramanga y Cartagena. Las tres principales áreas metropolitanas (Bogotá, Medellín y Cali), las cuales reúnen al 67% de los ocupados, exhibieron crecimientos que no superaron el 2%.

**Gráfico C**  
Participación y crecimiento de los ocupados por ciudad



Fuente: DANE.

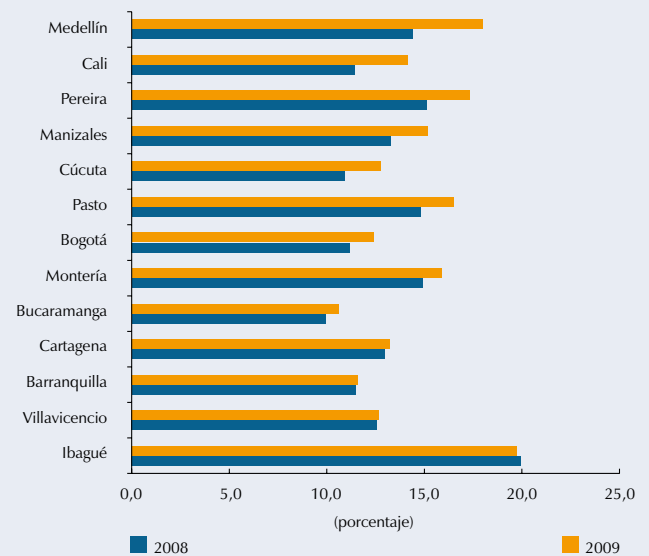
**Gráfico B**  
Participación y crecimiento de los ocupados en las trece ciudades por rama de actividad



Fuente: DANE.

Finalmente, al calcular el comportamiento de la tasa de desempleo frente al mismo trimestre del año anterior se observa que las ciudades con mayores incrementos no son necesariamente las que registraron caídas en la ocupación (Gráfico D). De hecho, Medellín, Cali y Pereira presentan el salto más grande en la tasa de desempleo, a pesar de los crecimientos en el número de ocupados. Esto estaría indicando una expansión de la oferta de trabajo aún mayor que la demanda laboral en dichas ciudades.

**Gráfico D**  
Tasa de desempleo en las trece ciudades, 2008-2009<sup>a/</sup>



a/ Las ciudades están ordenadas de manera descendente de acuerdo con la variación anual de la tasa de desempleo.  
Fuente: DANE.

El bajo ritmo con que se generaron nuevos puestos de trabajo se tradujo en leves aumentos anuales de las distintas tasas de ocupación<sup>2</sup> de la encuesta, a excepción de las de las trece principales ciudades, donde el crecimiento de los ocupados fue muy bajo y no alcanzó a compensar el de la población en edad de trabajar (1,9% anual) (Cuadro 4).

Cuadro 4  
Indicadores del mercado laboral

	2005	2006	2007	2008	2009	Dif. 2008 y 2009	Trimestre anterior <sup>a/</sup> dif. 2007 y 2008
<b>Tasa global de participación nacional</b>	<b>60,2</b>	<b>60,5</b>	<b>57,6</b>	<b>58,8</b>	<b>59,7</b>	<b>0,9</b>	<b>(1,3)</b>
Área rural	56,9	56,1	51,2	52,9	53,5	0,5	(2,0)
Cabeceras	61,3	61,9	59,7	60,6	61,6	1,0	(1,1)
Trece ciudades	63,0	63,2	61,3	62,6	63,5	0,9	(0,2)
<b>Tasa de ocupación nacional</b>	<b>52,1</b>	<b>52,9</b>	<b>50,2</b>	<b>51,7</b>	<b>52,0</b>	<b>0,3</b>	<b>(1,6)</b>
Área rural	52,1	51,5	47,0	48,5	49,1	0,6	(2,1)
Cabeceras	52,1	53,3	51,2	52,7	52,9	0,2	(1,4)
Trece ciudades	53,1	54,3	53,2	54,9	54,6	(0,3)	(0,8)
<b>Tasa de desempleo nacional</b>	<b>13,5</b>	<b>12,6</b>	<b>12,9</b>	<b>12,1</b>	<b>12,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
Área rural	8,4	8,2	8,3	8,4	8,2	(0,2)	0,5
Cabeceras	15,0	13,9	14,2	13,1	14,2	1,0	0,7
Trece ciudades	15,8	14,0	13,3	12,3	14,0	1,7	1,0

a/ Corresponde a las variaciones anuales absolutas del trimestre octubre-noviembre-diciembre.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por el lado de la oferta, durante el primer trimestre se observaron incrementos anuales de la participación laboral (medida por la tasa global de participación [TGP]<sup>3</sup>) en todos los segmentos de la encuesta (Cuadro 4). El salto en la TGP fue particularmente fuerte en el caso de las zonas urbanas. En las primeras etapas de una fase decreciente del ciclo económico la TGP suele aumentar por la salida al mercado de trabajadores secundarios. La caída de los ingresos de los jefes de hogar y la menor calidad del trabajo explicarían este fenómeno.

Dado que la oferta laboral aumentó durante el primer trimestre más rápidamente que la demanda de trabajo (ocupados), la tasa de desempleo subió. Esto fue particularmente claro en el caso de las zonas urbanas y del total nacional, pero no se dio en las zonas rurales. Así, en las principales áreas metropolitanas la tasa de desempleo trimestral se ubicó en 14,0%, mayor en 1,7 pp a lo observado en igual

2 La tasa de ocupación (TO) se define como la relación entre los ocupados y la población en edad de trabajar.

3 La TGP se define como la relación entre la población económicamente activa (PEA) y la población en edad de trabajar (PET).



período de 2008. Para el total nacional la tasa de desempleo en el trimestre fue de 12,9%, aumentando 0,8 pp (Cuadro 4).

A lo largo del ciclo económico el empleo más estable es el de los jefes de hogares. Una caída de estos ocupados puede estar indicando una fase de retroceso económico fuerte. Hasta el primer trimestre de 2009 éste no parece ser el caso en Colombia, pues, el empleo de los jefes de hogar no había caído en ninguno de los dominios de la encuesta. De hecho, en estos primeros meses se presentaron aumentos anuales de 3,2% y 1,0% para el total nacional y las trece ciudades principales, respectivamente.

Ahora bien, el ritmo de creación de empleo no ha seguido el aumento de la oferta de trabajo de este segmento de la población, lo que ha llevado a un repunte en sus tasas de desempleo. Al igual que para la población total, el aumento anual de la tasa de desempleo es más pronunciado en las trece ciudades principales (1,0 pp de 6,6% en 2008 a 7,6% en 2009) (Cuadro 5).

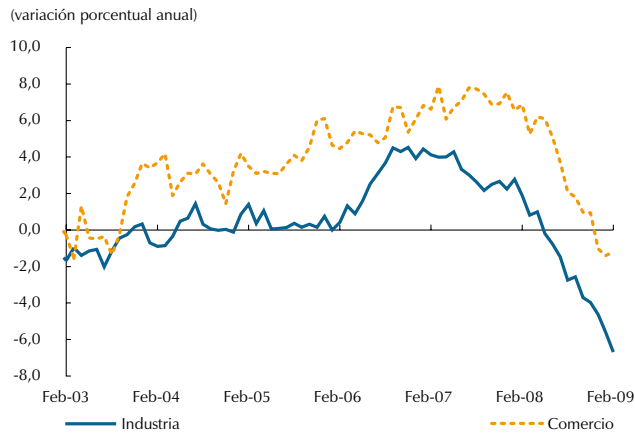
Cuadro 5  
Indicadores del mercado laboral de los jefes de hogar

	(promedio enero-febrero-marzo)					Dif. 2008 y 2009	Trimestre anterior <sup>a/</sup> dif. 2007 y 2008
	2005	2006	2007	2008	2009		
<b>Tasa global de participación nacional</b>	<b>80,4</b>	<b>80,4</b>	<b>79,2</b>	<b>79,6</b>	<b>80,2</b>	<b>0,5</b>	<b>(1,3)</b>
Área rural	85,0	85,4	83,6	83,4	84,7	1,3	(0,3)
Cabeceras	79,0	78,9	77,9	78,5	78,9	0,3	(1,6)
Trece ciudades	78,3	79,0	77,8	79,1	78,9	(0,2)	(1,2)
<b>Tasa de ocupación nacional</b>	<b>75,7</b>	<b>75,5</b>	<b>74,7</b>	<b>74,9</b>	<b>74,9</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(1,7)</b>
Área rural	82,4	82,7	81,5	81,1	82,1	1,0	(0,7)
Cabeceras	73,7	73,4	72,7	73,1	72,8	(0,3)	(2,0)
Trece ciudades	72,3	73,1	72,6	73,9	72,8	(1,0)	(1,9)
<b>Tasa de desempleo nacional</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
Área rural	3,0	3,2	2,5	2,8	3,1	0,3	0,5
Cabeceras	6,7	7,0	6,7	6,9	7,7	0,8	0,6
Trece ciudades	7,6	7,4	6,6	6,6	7,6	1,0	1,0

a/ Corresponde a las variaciones anuales absolutas del trimestre octubre-noviembre-diciembre.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

De otra parte, las cifras provenientes de las encuestas de industria y comercio muestran, en cambio, caídas anuales de los índices de empleo, que se acentuaron en el primer trimestre del año. En el caso de la industria, a febrero el empleo se contrajo a una tasa anual de 6,7%, mayor que la reportada en los meses anteriores, completando así diez meses de caídas anuales consecutivas. El empleo total del comercio también decrece, pero a tasas menores que las del empleo industrial (a febrero -1,2%) (Gráfico 17). El descenso del empleo según tipo de contrato es principalmente de carácter temporal en la industria y de carácter permanente en el comercio.

Gráfico 17  
Empleo en la industria y el comercio



Fuente: DANE (MMM); cálculos del Banco de la República.

Adicionalmente, a pesar de que los indicadores de protección social siguen reportando crecimientos anuales positivos de los afiliados a la seguridad social, sus variaciones anuales son de menor magnitud que las registradas en el trimestre anterior, con excepción de los afiliados a las ARP, que aceleraron levemente su ritmo de crecimiento. Como se ha advertido en informes anteriores, se debe tener en cuenta que estas últimas cifras pueden presentar distorsiones dados los nuevos mecanismos de recolección de información (planilla integrada de liquidación de aportes, PILA), así como por los mayores incentivos para afiliarse al sistema de seguridad social (Cuadro 6).

Cuadro 6  
Indicadores de seguridad social en el total nacional

Subsistemas	2008	2009	Fechas de corte	Variación 2008-2009		Variación porcentual tres meses atrás
				Absoluta	Porcentual	
Trabajadores afiliados a las cajas de compensación	5.380.697	5.688.445	Marzo	307.748	5,7	6,4
Afiliados a las ARP	5.983.066	6.269.036	Enero	285.970	4,8	3,7
Cotizantes activos a pensiones (ISS + AFP)	5.077.663	5.549.906	Febrero	472.243	9,3	10,0
Cotizantes al régimen de pensiones del ISS	1.705.712	1.789.733	Febrero	84.021	4,9	3,5
Cotizantes a fondos de pensiones obligatorias	3.371.951	3.760.173	Febrero	388.222	11,5	13,3
Afiliados a pensiones voluntarias	512.593	522.923	Febrero	10.330	2,0	6,0

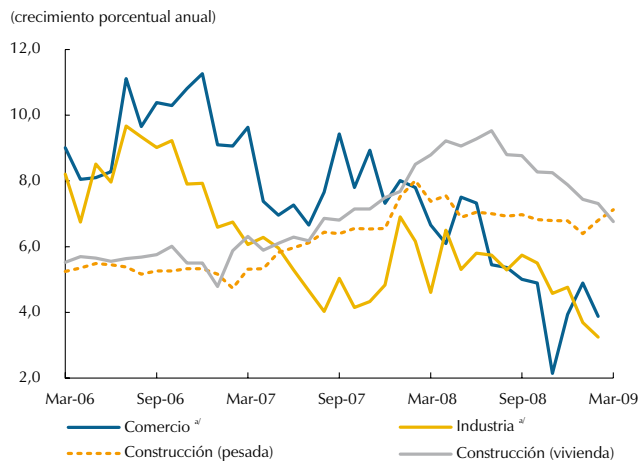
Fuentes: Ministerio de la Protección Social, con datos de la ISS, Superfinanciera y la Superintendencia del Subsidio Familiar.

En general, los distintos indicadores de empleo muestran un mercado laboral menos estrecho, lo que, unido a un entorno donde las expectativas de inflación están a la baja, ha permitido reducir las presiones alcistas sobre los ajustes salariales aplicados en lo corrido del año. Si bien el salario mínimo legal para 2009 se ajustó 7,7%, acorde con la inflación observada de 2008 (que fue relativamente alta), ese incremento parece no haber influido sobre un porcentaje importante de los acuerdos salariales del país.

Los indicadores sectoriales de salarios disponibles para el primer trimestre parecen corroborar dicha tesis, puesto que muestran reajustes a tasas anuales decrecientes y por debajo del decretado para el salario mínimo. En casos como la industria y el comercio los reajustes salariales durante los dos primeros meses del año fueron incluso menores que la inflación observada.

En particular, en febrero la tasa de crecimiento anual de los salarios industriales nominales cayó a su nivel más bajo desde que hay información (3,2%). En dicho

Gráfico 18  
Índices de salarios sectoriales nominales  
(crecimiento porcentual anual)



a/ Datos a febrero.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

mes los salarios del comercio se ajustaron a una tasa anual de 3,9%, igualmente inferior a la de los meses anteriores. A marzo los salarios nominales de construcción de vivienda aumentaron a un ritmo anual de 6,8%, moderándose también frente a finales del año pasado. En cambio, los de construcción pesada (infraestructura) se aceleraron levemente, registrando en marzo un crecimiento anual de 7,1%, superior al de meses pasados (Gráfico 18). Cabe recalcar que en lo corrido del año todos los ajustes salariales promedio de los sectores mencionados se hicieron a tasas inferiores al arreglo del salario mínimo (7,7%).

De otro lado, los incrementos salariales pactados entre enero y marzo por las convenciones colectivas para el año en curso siguieron en su mayoría (50%) el ajuste del salario mínimo, tendiéndose a efectuar a mayores tasas que las acordadas en 2008 para dicho año (Cuadro 7, panel A).

Asimismo, del total de convenciones pactadas a marzo, un 38% lograron ajustes salariales para 2010 iguales a la inflación de 2009, y un 53% lo hicieron entre 1 y 2 pp por encima, reflejando que el grado de indexación de los salarios al IPC se ha mantenido igual al del año pasado (Cuadro 4, panel B). Cabe señalar que del total de trabajadores en Colombia, sólo un porcentaje pequeño (alrededor de 2%) está beneficiado por convenciones colectivas.

Cuadro 7

A. Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado para el año en curso						
	<5	[5,6]	[6,7]	[7,8]	[8,9]	>9
Pactado en 2008 (cifras a diciembre) <sup>a/</sup>	2,18	25,09	38,91	22,18	7,64	4,00
Pactado en 2009 (cifras a marzo) <sup>b/</sup>	1,79	1,79	5,36	50,00	25,89	15,18

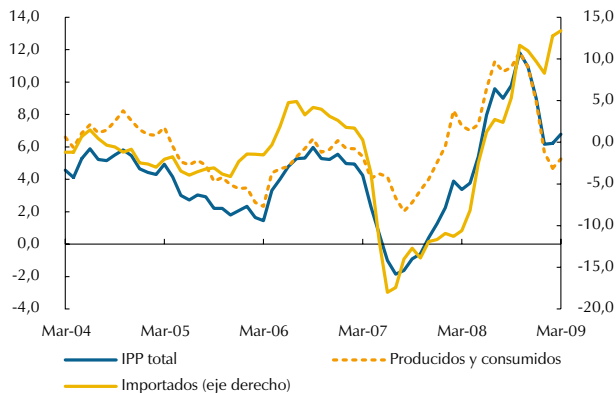
B. Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado para el siguiente año						
	<7	>= 7	IPC	IPC + (0,1]	IPC + (1,2]	IPC + >2
Pactado en 2008 (cifras a diciembre) <sup>c/</sup>	9,28	8,44	26,58	31,65	20,25	3,80
Pactado en 2009 (cifras a marzo) <sup>d/</sup>	3,16	4,21	37,89	32,63	20,00	2,11

a/ 275 convenciones colectivas a nivel nacional.  
b/ 114 convenciones colectivas a nivel nacional.  
c/ 237 convenciones colectivas a nivel nacional.  
d/ 95 convenciones colectivas a nivel nacional.  
Fuente: Ministerio de la Protección Social; cálculos del Banco de la República.

### 3. Otros costos

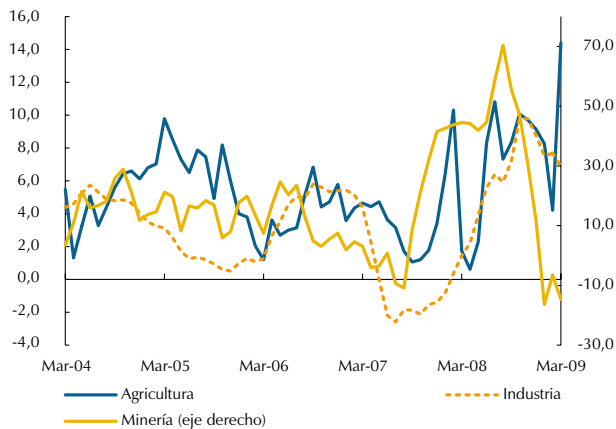
Durante el primer trimestre del año, las presiones inflacionarias originadas en los costos no laborales se atenuaron, como lo sugiere la evolución del índice de precios del productor (IPP) y de otras medidas de costos sectoriales. Esta tendencia descansó en buena parte en los precios de los productos de origen nacional, pues los importados mantuvieron ajustes altos como resultado de la mayor depreciación del peso.

Gráfico 19  
IPP total y por procedencia  
(variación anual)



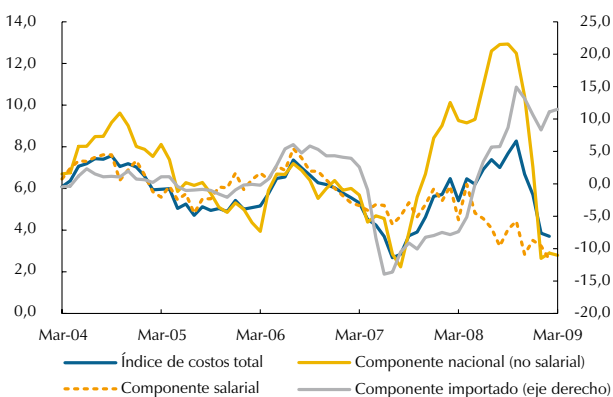
a/ Datos a febrero.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20  
IPP por ramas  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21  
Índice de costos a partir de la MCS  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En marzo la inflación anual al productor medida por el IPP total fue 6,8%, disminuyendo de manera significativa frente al registro de diciembre (9,0%). Según la procedencia de los bienes, la desaceleración trimestral del componente de producidos y consumidos explicó la mayor parte del descenso de la inflación del productor en el primer trimestre. Por el contrario, el crecimiento anual del IPP de importados aumentó en dicho período (Gráfico 19). La aceleración del IPP de importados se debe en mayor parte a la depreciación, pues su inflación calculada en dólares está descendiendo.

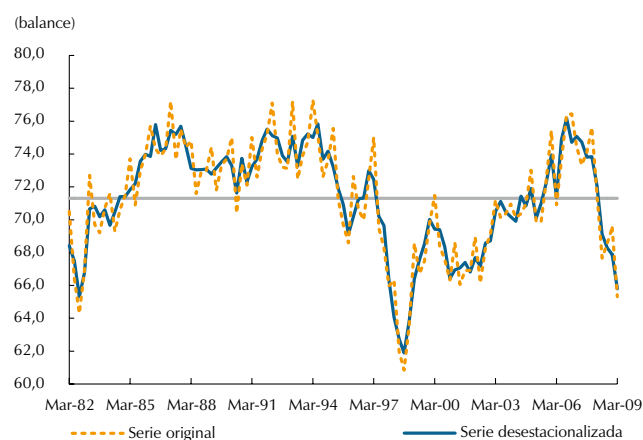
Aunque en términos trimestrales la moderación en el ritmo de crecimiento del IPP total es evidente, en marzo su inflación anual aumentó frente a la de febrero. El grueso del repunte en este mes se concentró en el IPP agropecuario (Gráfico 20). Al descomponer esta subcanasta se observa que el aumento de los precios en el último mes se concentró en los productos producidos y consumidos, y dentro de estos en varios productos agropecuarios como papa, ganado bovino, huevos, legumbres y frutas. De otro lado, en este mes los crecimientos anuales de los IPP de industria y minería se siguieron reduciendo, continuando este último en terreno negativo. En el caso del IPP industrial, su tendencia descendente se concentra en su componente producido y consumido, lo que puede indicar de una demanda débil.

Con el IPP como principal insumo se estimaron los índices de costo no laborales ponderados de acuerdo con la matriz de contabilidad social (SAM). Tales medidas indican que para el primer trimestre del año las presiones inflacionarias originadas en los costos no salariales se atenuaron de manera significativa, en especial las provenientes del componente nacional. El índice total de costos no salariales creció a una tasa anual de 4,7% en marzo, frente a 7,9% en diciembre. Cuando se incluye, además, el descenso en el ritmo de ajuste de los salarios sectoriales para el cálculo de un índice de costos total, se observa igualmente una moderación en el crecimiento de los costos totales de las firmas con respecto al anterior trimestre: a febrero, último mes para el cual hay información, el indicador global presentó una variación anual de 3,7%, frente a 6,7% tres meses atrás (Gráfico 21).

#### 4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

Durante 2008 y los primeros meses de 2009 se observó una reducción del ritmo de crecimiento económico, lo cual disminuyó significativamente las presiones de demanda. Esta situación la corrobora la menor utilización de la capacidad instalada (UCI). En efecto, los indicadores de UCI en la industria producidos por la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) y Fedesarrollo siguieron presentando una tendencia decreciente marcada. En particular, el dato de UCI de Fedesarrollo que corresponde al primer trimestre de 2009 se ubicó en 65,3%, 6 pp menos que en marzo de 2008 y significativamente inferior a su promedio histórico (71,3%) (Gráfico 22).

Gráfico 22  
Utilización de la capacidad instalada



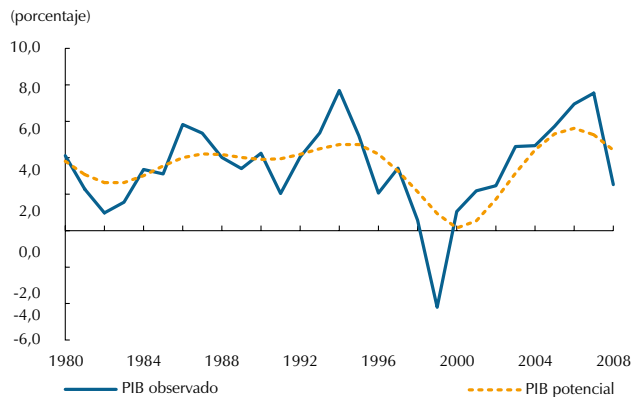
Fuente: Fedesarrollo.

Otros indicadores, como el de la demanda como principal problema para expandir la producción industrial (ANDI), y el de la demanda esperada en relación con la capacidad productiva (Fedesarrollo), también sugieren una disminución considerable de las presiones de demanda como consecuencia de la pérdida de dinamismo de la economía. Así mismo, y como se presentó en la sección precedente, el crecimiento de la oferta laboral en momentos cuando el empleo se expande muy lentamente, también apunta hacia un mercado laboral holgado que puede asumirse como un aumento de los excesos de capacidad productiva de la economía. Todo lo anterior indica que las presiones sobre precios provenientes de la demanda tenderán a ser menores en 2009 y 2010 frente a lo acontecido en años anteriores.

Ahora bien, el aumento en los excesos de capacidad productiva también parece estar siendo acompañado por una reducción en el ritmo de crecimiento potencial o de largo plazo de la economía, y esta percepción no sería solo válida para la economía colombiana sino también para la mayoría de países emergentes y desarrollados. Durante 2008 tanto la economía mundial como la colombiana sufrieron diversos choques, los cuales disminuyeron el desempeño productivo y, a su vez, generaron un mayor nivel de incertidumbre sobre la evolución de la actividad económica global en el corto y mediano plazos. Como se ha mencionado en informes de inflación anteriores, en la actual coyuntura las economías emergentes están experimentando costos de financiación mayores lo cual viene acompañado de una reducción en los flujos de inversión y de restricciones al comercio internacional (véase Recuadro 2, p. 70). Esta situación tiende a reducir el crecimiento potencial. Adicionalmente, de no remediarse rápidamente, los problemas del sistema financiero internacional pueden ser asimilados a un choque de oferta que reduciría el crecimiento potencial mundial, incluidos los países emergentes y Colombia en particular.

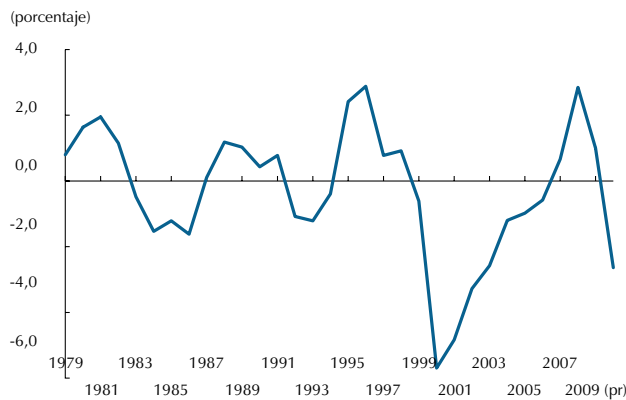
De acuerdo con estimaciones econométricas preliminares, el crecimiento del producto potencial promedio para 2008 se habría ubicado en un valor cercano al 4,5%. Para 2009 es probable que el valor sea inferior. Ambas cifras representan

**Gráfico 23**  
Crecimiento del PIB observado y del PIB potencial



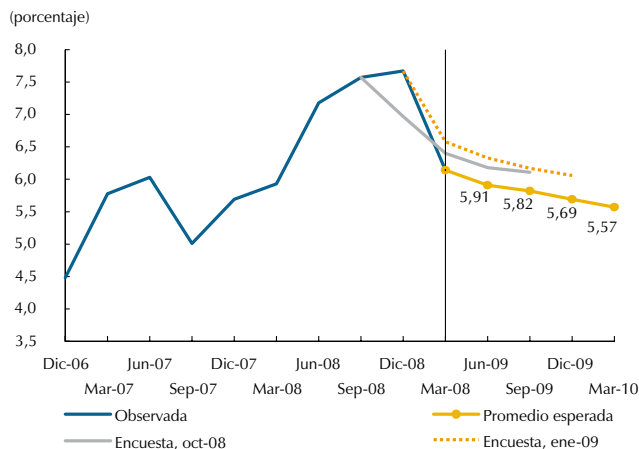
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 24**  
Brecha del producto



(pr) preliminar.  
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 25**  
Inflación observada y expectativas de inflación  
(a tres, seis, nueve y doce meses)  
(inflación anual)



Fuente: Banco de la República.

una disminución frente a las estimaciones de crecimiento potencial establecidas en informes anteriores para los años precedentes (alrededor de 5,5 %) (Gráfico 23).

Lo anterior implica que durante 2008 la brecha del producto habría sido en promedio 1%, y que seguramente se encontrará en terreno negativo durante todo 2009 (-2,6% promedio, dadas las perspectivas de crecimiento que se discuten en el capítulo III) (Gráfico 24). Debe recordarse que la evolución de la brecha del producto dependerá en gran parte de la intensidad de la evolución de la crisis en las economías industrializadas y de la transmisión de ésta hacia las economías emergentes.

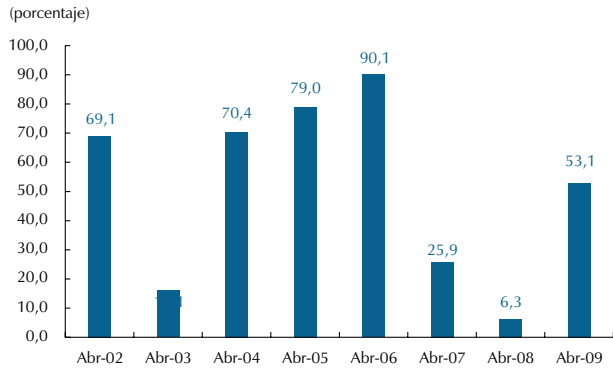
## 5. Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación durante lo corrido del año han presentado un comportamiento a la baja. Este fenómeno sería afín con las menores presiones de demanda esperadas por los agentes en la economía colombiana, pero también con la reducción de los precios de las materias primas y combustibles, así como con la misma disminución de la inflación observada.

De acuerdo con la encuesta trimestral del Banco de la República aplicada a distintos sectores a comienzos de abril, las expectativas a diferentes horizontes muestran un descenso significativo de esta variable frente a lo obtenido tres meses atrás. En particular, la inflación esperada para finales de 2009 es de 5,7%, valor todavía superior al techo del rango meta (5,5%). A pesar de ello, dicha encuesta ha mostrado una reducción importante de las expectativas de inflación, frente a lo reportado en el informe anterior (en la encuesta de enero se esperaba 6,1% para diciembre de 2009). En la misma encuesta, el 53,1% de los consultados esperan que a final de 2009 la inflación se ubique dentro del rango meta fijado por la JDBR, dato superior al obtenido en igual fecha del año anterior (gráficos 25 y 26).

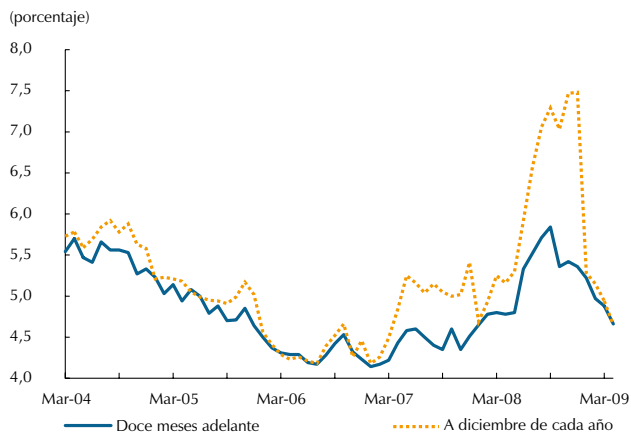
Una disminución más fuerte de las expectativas se observa con otros indicadores. Así, la encuesta mensual aplicada a operadores del mercado financiero en abril de 2009 muestra una inflación esperada para diciembre del presente año de 4,7%, valor cercano al piso del ran-

**Gráfico 26**  
 Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de 2002 a 2009 (encuesta realizada en abril de cada año)



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 27**  
 Pronóstico de inflación bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

go meta y mucho menor que lo registrado en el informe de diciembre (5,3%) (Gráfico 27). También las expectativas derivadas de los TES tasa fija frente a TES UVR sugieren expectativas de inflación a horizontes entre uno y diez años alrededor de 5%, en comparación con los niveles mostrados en el informe anterior (5,5%).



## Recuadro 1 EL RECIENTE CAMBIO DE CANASTA FAMILIAR

Edgar Caicedo García\*

El índice de precios al consumidor (IPC) es uno de los indicadores macroeconómicos más analizados y más ampliamente usados a nivel mundial. En Colombia y otros países, además de informar sobre la evolución del poder adquisitivo de los agentes económicos y servir de meta de política monetaria, es utilizado para indexar precios de diversos artículos o servicios, contratos de arrendamiento, servicios públicos y de salud, pensiones y algunos valores bursátiles y financieros, entre otros usos. En un cálculo estadístico tan monitoreado como el IPC la precisión y la confiabilidad son de suma importancia, de ahí que las diferentes agencias estadísticas del mundo periódicamente hagan revisiones metodológicas de la canasta familiar.

El IPC se comenzó a producir oficialmente por el DANE desde 1954. Antes de este año algunos cálculos del índice fueron realizados por el Banco de la República y la Contraloría General. Desde la década de los cincuenta el DANE ha revisado en cinco oportunidades la producción de la canasta familiar.

La primera canasta de familiar del DANE fue denominada IPC-20 y comenzó a producirse en julio de 1954. Sólo hasta el año siguiente se definió su base de cálculo, siendo ésta el mes de junio de 1955 = 100. Este índice perduró por más de veinte años y el patrón de consumo de los hogares que determina las ponderaciones de los diferentes rubros se obtuvo de la Encuesta de ingresos y gastos (EIG) aplicada en 1953, abarcando siete ciudades: Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Bucaramanga, Manizales y Pasto. Una segunda canasta se introdujo en 1978. Para el IPC-40 (base diciembre de 1978 = 100) el DANE utilizó la EIG de 1970, continuando con las mismas siete ciudades del IPC anterior. A partir de 1988 se empezó a emplear el IPC-60 (base diciembre de 1988 = 100), el cual amplió la cobertura geográfica a trece ciudades, incorporando a Pereira, Cartagena, Montería, Villavicencio, Cúcuta y Neiva. Para actualizar la estructura de ponderaciones se utilizó la EIG realizada entre marzo de 1984 y febrero de 1985. En la década de los noventa se presentó el IPC 98 (base diciembre de 1998 = 100), el cual utilizó las ponderaciones obtenidas de la EIG de 1994 y 1995.

\* Este Recuadro es una extensión, y en algunas secciones un resumen del Recuadro 1: “La nueva canasta familiar del DANE y sus implicaciones”, publicado en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República*, Banco de la República, marzo de 2008. El autor es profesional experto en inflación, del Departamento de Programación Macroeconómica de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones de este recuadro son exclusiva responsabilidad del autor.

Finalmente el IPC-08 (base diciembre de 2008 = 100) es la canasta al consumidor vigente desde enero del presente año. Los cambios metodológicos consistieron en ampliar la cobertura geográfica a 24 ciudades; en donde las nuevas son: Riohacha, San Andrés, Valledupar, Santa Marta, Quibdó, Popayán, Armenia, Tunja, Ibagué, Sincelejo y Florencia. Los gastos básicos<sup>1</sup> pasaron de 176 a 181. Dentro de los nuevos se destacan los servicios de protección social, pagos complementarios de salud, pago de seguro de vehículos, compra de celulares y accesorios, y dulces, confetis y gelatinas. Dentro de los gastos básicos se incluyeron artículos como bonos de medicina prepagada, pagos a hogares geriátricos y guarderías, cuotas moderadoras de EPS y ARS, copagos de hospitalización, matrículas en posgrados, pago de gimnasio, pago de la administración de vivienda y reproductores digitales, entre otros.

En el Cuadro R1.1 se presentan los cambios en la estructura de ponderaciones y de grupos efectuados a raíz de la introducción de la nueva canasta. Se pasó de ocho a nueve grupos porque se dividió transporte en dos: transporte y comunicaciones. Además, la vivienda, el transporte y la educación aumentaron su peso en la canasta, mientras los demás grupos la bajaron.

El DANE, siguiendo recomendaciones internacionales, introduce en cada revisión del IPC mejoras metodológicas. Pero la actualización de la canasta familiar no sólo tiene como objetivo mejorar la calidad en la producción del índice, se hace también porque con el tiempo aparecen diferentes sesgos en el cálculo del IPC<sup>2</sup>. Estos sesgos tienden a aumentar la inflación porque un IPC desactualizado no tiene en cuenta nuevos artículos de menor costo, nuevos puntos de venta con precios más competitivos, productos de mayor calidad, y no permiten que los hogares cambien su patrón de consumos hacia los bienes más baratos (sesgo de sustitución). Estudios realizados para Colombia por Caicedo (2002)<sup>3</sup> y Langebaek y Caicedo (2007)<sup>4</sup> señalan que un IPC vigente durante diez

1 Los gastos básicos son los índices de precios más desagregados que publica el DANE, Los gastos básicos están compuestos por artículos, cuya información no es pública.

2 Al respecto véase J. Hausman (2003). “Sources of Bias and Solutions to Bias in the Consumer Prices Index”, *Journal of Economics Perspectives*, vol. 17, núm. 1.

3 Edgar Caicedo (2000). “Sesgos en la medición del IPC, el caso colombiano”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 38, Banco de la República.

4 Andrés Langebaek y Edgar Caicedo (2007). “Sesgo de medición del IPC, nueva evidencia para Colombia”, *Borradores de Economía*,



Cuadro R1.1  
Comparación grupo de gasto y ponderaciones

IPC-60		IPC-98		IPC-08	
Alimentos	34,84	Alimentos	29,5	Alimentos	28,2
Vivienda	31,84	Vivienda	29,4	Vivienda	30,1
Vestuario	9,23	Vestuario	7,3	Vestuario	5,2
Salud	3,83	Salud	4,0	Salud	2,4
Educación, cultura y esparcimiento	6,69	Educación	4,8	Educación	5,7
		Diversión	3,6	Diversión	3,1
Transporte y comunicaciones	7,53	Transporte y comunicaciones	13,5	Transporte	15,2
				Comunicaciones	3,7
Otros gastos	6,04	Otros gastos	7,9	Otros gastos	6,4

Fuente: DANE.

años va acumulando los sesgos descritos arriba, al punto de llegar a sobredimensionar la inflación anual un 6%. Por ejemplo, si la inflación en Colombia en el año 2008 fue 7,67%, ésta sin sesgo alguno habría sido un 6% menor, es decir 7,21%.

Dado los problemas de sesgo, una pregunta interesante sería: ¿cuál habría sido la inflación anual a marzo de 2009 si no se hubiera cambiado la canasta familiar? Para resolver este interrogante es necesario continuar calculando el IPC anterior (IPC-98), con los mismos artículos y ponderaciones que estuvieron vigentes durante la existencia de este

IPC y manteniendo su período base de cálculo, es decir, diciembre de 1998 = 100. Los resultados de este ejercicio muestran que, de no haberse actualizado la canasta familiar del año 1998, la inflación anual al consumidor anual a marzo de 2009 no habría sido de 6,14% sino de 6,59%. Debido a estos sesgos, y por las demás razones expuestas, se justifican las actualizaciones de las canastas del IPC que ha hecho el DANE, siguiendo, en parte, las recomendaciones internacionales<sup>5</sup>.

núm. 435, Banco de la República.

5 Al respecto véase: OIT, FMI y otros (2006), *Manual del índice de precios al consumidor: teoría y práctica*, Washington.

## II. MERCADOS FINANCIEROS

**Los bancos centrales de la mayoría de las economías desarrolladas** han bajado sus tasas de interés a niveles cercanos al 0%.

**Los países desarrollados han efectuado emisiones** considerables de deuda pública.

**En los países emergentes** la prima de riesgo soberano ha disminuido recientemente.

**En Colombia la cartera total** continúa creciendo más que el aumento del PIB nominal; la destinada a consumo se sigue desacelerando.

**Desde el 19 de diciembre de 2009** la tasa de interés de referencia del Banco de la República se ha reducido en 400 pb y se encuentra en 6%. La transmisión de estos descensos hacia las tasas de interés de mercado ha sido rápida, especialmente en los créditos comerciales.

### A. MERCADOS EXTERNOS

En lo corrido del año los mercados financieros internacionales han mostrado algunas señales de recuperación y se encuentran más estables luego de haber sufrido en el último trimestre de 2008 una fase de extrema volatilidad y desconfianza. Como se había mencionado en el informe anterior, las acciones de las autoridades económicas habían permitido mejorar las condiciones de liquidez al finalizar el año, y hasta finales de abril dicha situación se ha mantenido; sin embargo, el canal de crédito no se ha restablecido y existe incertidumbre sobre las condiciones de solvencia de los bancos y entidades financieras en países desarrollados.

Los bancos centrales de dichas economías realizaron reducciones muy fuertes de sus tasas de referencia después de la segunda mitad del año pasado y muchas de ellas se situaron en niveles cercanos a cero, situación que aún se mantiene (Cuadro 8). Hasta abril de 2009 la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) había disminuido su

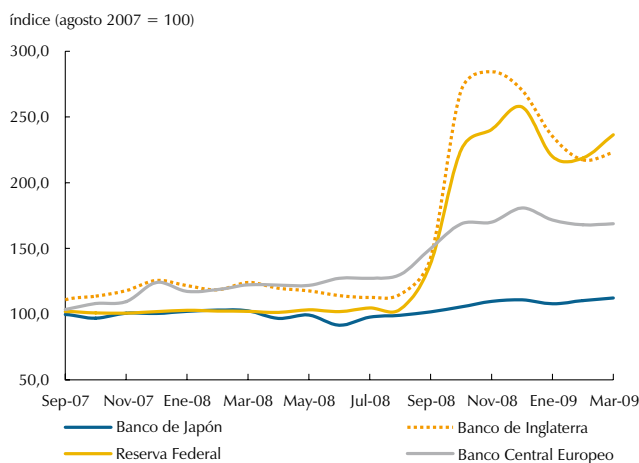
tasa a un intervalo entre 0 y 0,25%, el Banco Central Europeo (BCE) lo había hecho al 1,25%, el Banco de Inglaterra (BI) al 0,5% y el Banco de Japón (BJ) al 0,1%.

Cuadro 8  
Tasas de referencia de los bancos centrales

	Nivel actual	Último cambio	Siguiente reunión
Estados Unidos	( 0 - 0,25)	16 Dic 08 (-87,5 pb)	24-Jun-09
Zona del euro	1,25	2 Abr 09 (-25 pb)	7-May-09
Reino Unido	0,50	5 Mar 09 (-50 pb)	7-May-09
República Checa	1,75	5 Feb 09 (-50 pb)	7-May-09
Japón	0,10	19 Dic 08 (-20 pb)	22-May-09
Brasil	10,25	29 Abr 09 (-100 pb)	10-Jun-09
México	6,00	17 Abr 09 (-75 pb)	15-May-09
Chile	1,75	9 Abr 09 (-50 pb)	7-May-09
Colombia	6,00	30 Abr 09 (-100 pb)	29-May-09
Perú	5,00	8 Abr 09 (-100 pb)	7-May-09
Turquía	9,75	16 Abr 09 (-75 pb)	14-May-09
China	5,31	22 Dic 08 (-27 pb)	2 trim-09
Nueva Zelanda	2,50	30 Abr 09 (-50 pb)	11-Jun-09
Australia	3,00	7 Abr 09 (-25 pb)	5-May-09
India	4,75	21 Abr 09 (-25 pb)	2 trim-09
Sudáfrica	8,50	30 Abr 09 (-100 pb)	28-May-09

Fuente: Bancos centrales, Bloomberg y JP Morgan.

Gráfico 28  
Activos totales de los bancos centrales de economías desarrolladas



Fuente: Bancos centrales.

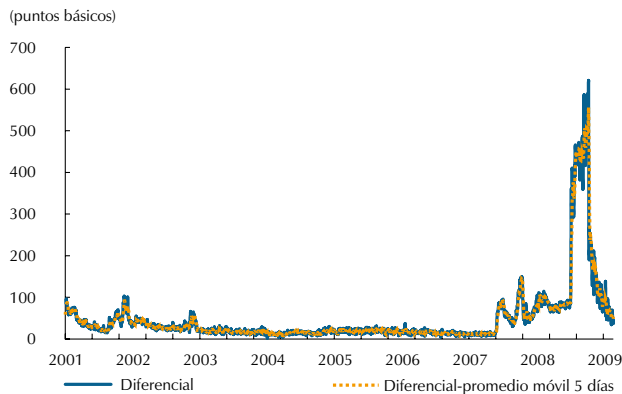
Al agotarse este instrumento algunos bancos centrales decidieron realizar una expansión de sus balances y desde septiembre de 2008 los activos de dichos bancos comenzaron a incrementarse, en mayor medida en los Estados Unidos y el Reino Unido (Gráfico 28)<sup>4</sup>.

En particular la Fed ha expandido su hoja de balance, haciendo énfasis en el lado de los activos, estrategia que puede ser denominada como de relajamiento crediticio (credit easing), con lo cual se pretendía reducir los diferenciales de tasas de interés y mejorar el funcionamiento de los mercados de crédito privado. Junto con los programas realizados el año pasado<sup>5</sup>, a partir de marzo de este año la Fed ha implementado las operaciones de facilidad de financiamiento a instrumentos a

4 Ciertamente, un crecimiento del balance como el observado en las economías desarrolladas no está exento de riesgo, pues una parte de la expansión del balance puede convertirse en creación de dinero, por lo que a futuro podrían presentarse presiones inflacionarias en estas economías; adicionalmente, la excesiva intervención de los bancos centrales en el mercado financiero, y sobre todo en el interbancario, podría generar incentivos para que los bancos privados no reanuden rápidamente su labor de intermediación.

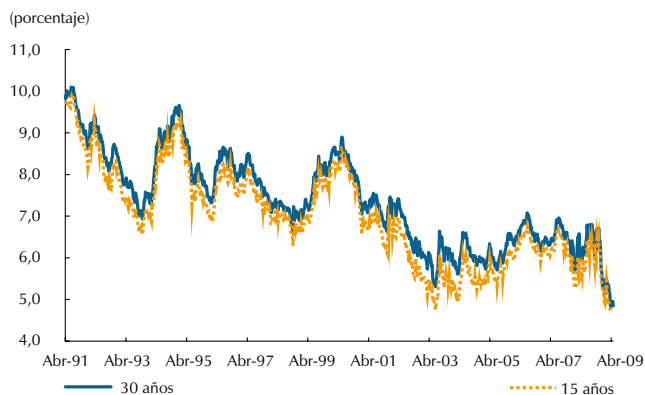
5 En el informe anterior se describieron gran parte de los programas tanto de la Fed como del Departamento del Tesoro en los Estados Unidos.

Gráfico 29  
Condiciones de liquidez en el mercado de papeles comerciales de los Estados Unidos<sup>a/</sup>



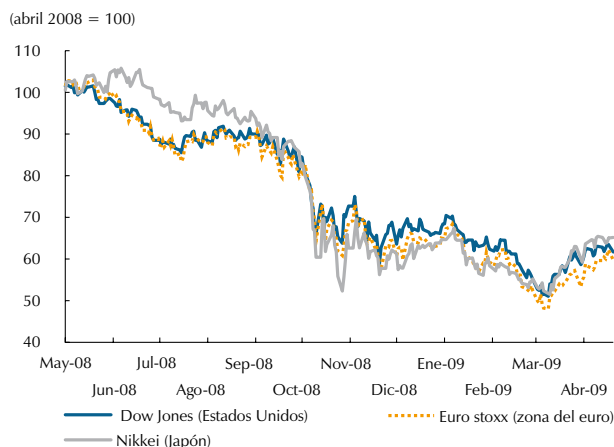
a/ Diferencial entre tasas de interés de papeles comerciales no financieros calificados con A2/P2 y los calificados como AA.  
Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Gráfico 30  
Tasas de interés hipotecarias de los Estados Unidos



Fuente: Datastream.

Gráfico 31  
Índices bursátiles de las economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

plazo respaldados en activos (TALF), cuyo objetivo es reestablecer el proceso de titularización de créditos al consumo, automotrices, estudiantiles y empresariales.

En dicho mes la Fed también anunció compras de instrumentos respaldados por hipotecas hasta por US\$750 miles de millones (mm) adicionales, lo cual eleva el monto de compras de Mortgage-Backed Security (MBS) a US\$1,25 billones (b). Además, comprará US\$100 mm de deuda emitida por agencias hipotecarias respaldadas por el Gobierno Government-Sponsored Enterprises (GSE) y US\$300 mm en bonos del Tesoro de largo plazo.

De esta forma, los esfuerzos para tratar de restablecer el canal de crédito han hecho que los diferenciales entre tasas hayan disminuido no sólo en el mercado interbancario<sup>6</sup>, como se había mencionado en el informe anterior, sino también en el mercado de papeles comerciales (Gráfico 29). Al mismo tiempo, estas políticas han permitido que las tasas hipotecarias de largo plazo disminuyan, lo que podría incentivar a los hogares a comprar de nuevo viviendas y así comenzar a detener el espiral deflacionario y el mal estado del mercado inmobiliario<sup>7</sup> (Gráfico 30).

El esfuerzo y compromiso por parte de las autoridades para estabilizar los mercados financieros ha generado un comportamiento positivo del sector bursátil desde inicios de marzo (Gráfico 31). Además de la confianza generada en los inversionistas, dos hechos que contribuyeron al desempeño accionario fueron: 1) los reportes efectuados por algunos bancos que señalan mejores resultados en sus balances que los esperados, y 2) los datos económicos no tan negativos que apuntan a una disminución en la velocidad del deterioro económico y a una percepción de pérdidas más pequeñas a futuro. No obstante, cabe mencionar que parte de estos fenó-

6 Es el caso del diferencial entre la *Libor* y los *T bills* a tres meses (*TED spread*), el cual desde enero de 2009 se ha reducido a niveles precrisis. Algunos analistas utilizan también el diferencial entre la *Libor* y la *overnight index swap* (OIS) para observar cómo se encuentran las condiciones de liquidez en el mercado interbancario.

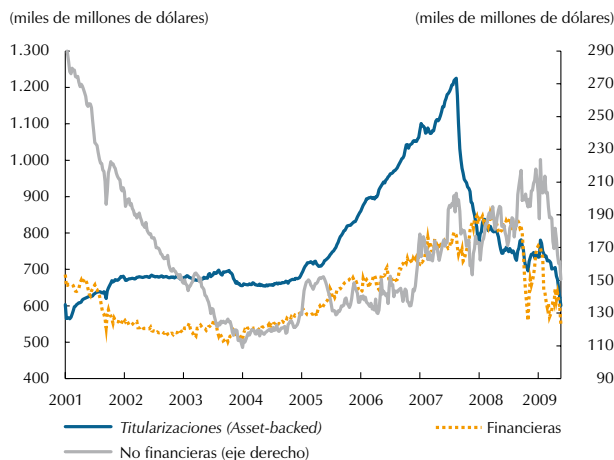
7 En febrero el presidente Obama anunció un programa gubernamental que destina cerca de US\$75 mm para apoyar a propietarios a reestructurar o refinanciar sus hipotecas.

menos podrían estar ampliados debido al excesivo optimismo de los inversionistas sobre la pronta recuperación económica.

Pese a la estabilización de los mercados interbancario y de instrumentos respaldados por activos, los mercados financieros no se han normalizado plenamente y la incertidumbre sobre estos persiste. Muchos de los activos tóxicos siguen castigando los balances de los bancos, lo cual genera problemas de solvencia sobre las instituciones financieras. Habrá que esperar los resultados de las pruebas de estrés financiero, y la validez de sus supuestos, para estar al tanto de las condiciones de solvencia en las que se encuentran muchas entidades y así conocer sus necesidades de capital.

En cuanto al otorgamiento de crédito la Fed mostró en su encuesta más reciente que los estándares para la asignación de préstamos continúan elevados, pese a una leve moderación. Igualmente, el debilitamiento del sector real y del mercado laboral ha hecho que por el lado de la demanda de crédito también los agentes muestren menor disposición a endeudarse, lo que ha llevado a una fuerte desaceleración del crédito comercial y de consumo.

Gráfico 32  
Saldo de papeles comerciales en circulación en los Estados Unidos por tipo de emisor <sup>a/</sup>



a/ (Commercial paper outstandings), series desestacionalizadas. Fuente: Bloomberg.

Por otra parte, el crédito mediante papeles comerciales se ha contraído fuertemente (Gráfico 32), ello a pesar de la mejora en las condiciones de liquidez. Dicho instrumento es vital para el fondeo de corto plazo de entidades tanto financieras como no financieras. Por medio de estos papeles las empresas consiguen recursos para financiar capital de trabajo con diversas exenciones administrativas y tributarias. El tamaño de dicho mercado puede alcanzar el 50% del total de crédito bancario en el caso estadounidense. En el Gráfico 32 se observa la fuerte contracción de los saldos de este tipo de deuda emitidos por los sectores financiero y no financiero, aunque la reducción más fuerte se ha generado en el mercado de titularizaciones. En este nicho las empresas se dedican exclusivamente a la consecución de recursos de alta liquidez en el mercado de papeles comerciales para fondear compras de paquetes de créditos hipotecarios, de consumo y hasta comerciales.

La ausencia de nuevas emisiones desde mediados del año pasado ha reducido el saldo en circulación de este tipo de deuda en un 50%, siendo una de las principales muestras del credit crunch en los Estados Unidos.

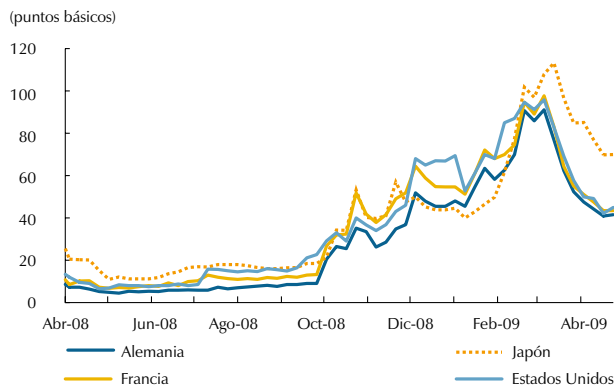
Otro frente sobre el que existe gran preocupación es del estado de los fiscos de varias economías desarrolladas. Las presiones sobre los presupuestos de estos países, la incertidumbre sobre la forma como se financiarían los planes de salvamento del sistema financiero y las dudas existentes con respecto a las necesidades de mayores recursos hacia futuro aumentaron sus primas de riesgo a comienzos de año. En el último mes y medio, sin embargo, el renovado optimismo sobre el futuro económico permitió que estas primas disminuyeran (Gráfico 33, panel A).

En cuanto a los países emergentes, la percepción de riesgo ha disminuido, según lo muestran tanto el emerging markets bond index (EMBI+) como los credit default swaps (CDS) (Gráfico 33, panel B). Esto se debe, principalmente, al aumento de la confianza a nivel global y a noticias favorables sobre la implementación de paquetes fiscales y recuperación económica de países como China e India. Como muestra de esto último se ha notado alguna recuperación en el precio de los principales bienes básicos en los mercados internacionales. No obstante, para algunos países de Europa Oriental la percepción de riesgo se mantiene elevada en la medida en que sus necesidades de financiamiento externo continúan altas y dada la fragilidad de su sistema financiero.

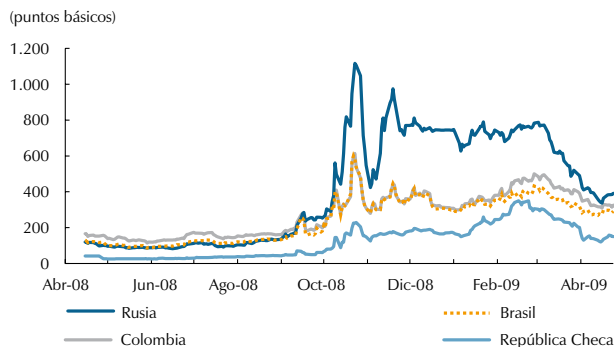
El comportamiento del mercado accionario emergente sufrió fuertes desvalorizaciones hasta finales de febrero, con mayor intensidad en los países de Europa del Este. En promedio, las bolsas de esta última región se desplomaron un 70% entre junio de 2008 y febrero de 2009; en América Latina lo hicieron en un 55% al igual que en Asia emergente (Gráfico 34 Panel A). Sin embargo, en marzo y abril los índices bursátiles se han recuperado, dado el mayor apetito por instrumentos de renta variable, aunque aún se encuentran en niveles inferiores a los de mediados del año pasado.

Gráfico 33  
Credit default swaps a cinco años

A. CDS de las economías desarrolladas <sup>a/</sup>



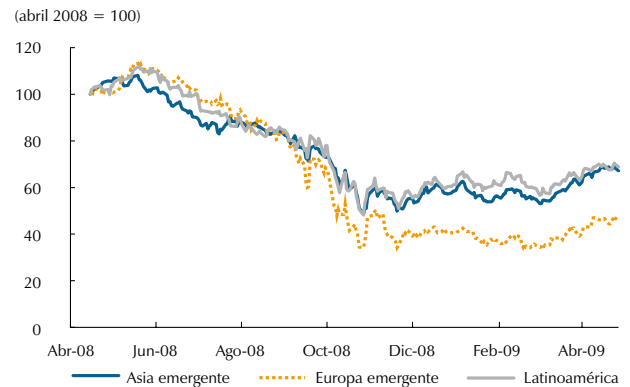
B. CDS de las economías emergentes



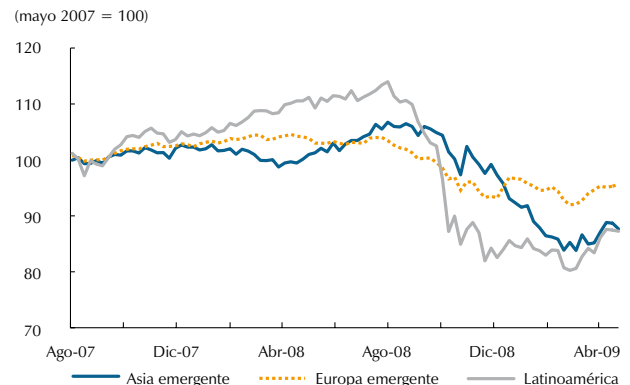
a/ Los CDS de Alemania, Japón y Francia están asociados al dólar, mientras que los CDS de Estados Unidos están asociados al euro.  
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 34

A. Índice de acciones economías emergentes en moneda local

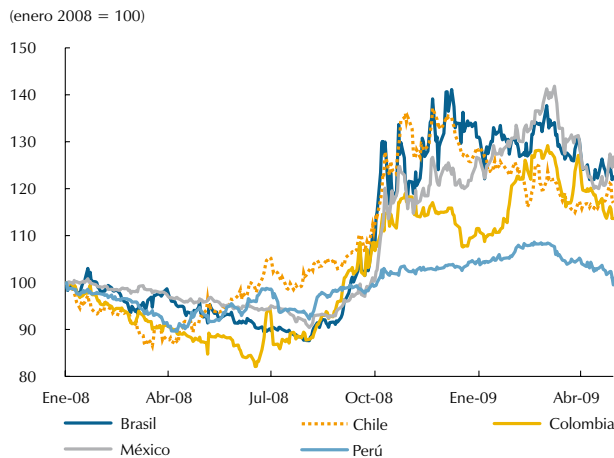


B. Índice de monedas de países emergentes frente al dólar



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 35  
Índice de tasas de cambio en América Latina



Fuente: Datastream, cálculos del Banco de la República.

En cuanto al comportamiento del mercado cambiario las dinámicas han sido similares al mercado de renta variable, con fuertes depreciaciones de las monedas emergentes frente al dólar durante el segundo semestre de 2008 y hasta finales de febrero de 2009 (Gráfico 33, Panel B). A partir de marzo la recuperación de las tasas de cambio ha sido marcada y generalizada dentro de los mercados en desarrollo.

Por su parte, la tasa de cambio de Colombia se depreció desde enero hasta comienzo de marzo 18,8%. Desde esa fecha y hasta finales de abril ha presentado un comportamiento de apreciación cercano al 11%, al igual que el resto de monedas de la región. Durante el mes de abril, las monedas de Colombia, Brasil y Perú son las que más se apreciaron en Latinoamérica (Gráfico 35).

## B. MERCADOS FINANCIEROS INTERNOS

La reducción de tasas de interés por parte del Banco de la República desde diciembre de 2008, que a marzo acumulaba 300 pb, se ha transmitido a las tasas de interés promedio pasivas y activas del mercado, ya que varios tipos de crédito han registrado disminuciones en las tasas de interés cercanas o superiores a dicho recorte acumulado. De esta forma, es factible que la transmisión continúe y la nueva reducción de 100 pb en las tasas de interés de política realizada en abril se traslade a las tasas de interés de mercado. Con esta última medida la tasa de interés de referencia del Banco se ubicó en 6%.

Por su parte, los agregados monetarios y el crédito en moneda legal siguen aumentando a tasas reales anuales que superan el crecimiento estimado del PIB para el presente año. La cartera en moneda nacional, que se había desacelerado desde inicios de 2007, presentó una pausa en dicha tendencia con aumentos cercanos al 15,4%. Este comportamiento se explica por la mejor dinámica de la cartera comercial (18,4%), compensada con la desaceleración de la cartera de consumo (6,5%). La cartera hipotecaria ha presentado una tasa anual de crecimiento relativamente estable durante el año cercana al 14%.

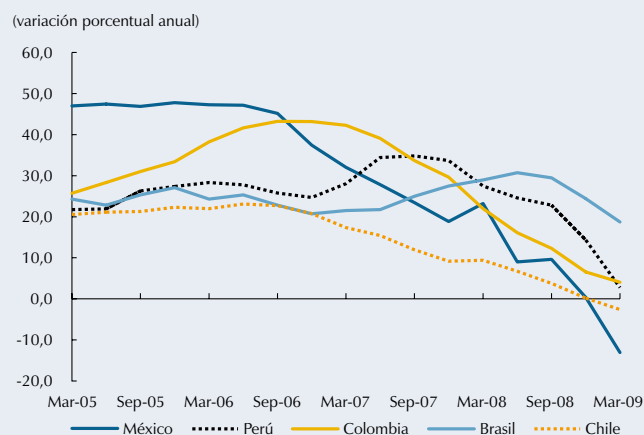
La desaceleración en el crédito de consumo ha sido notoria. En las últimas semanas de abril el saldo de cartera de consumo presentó descensos después de haber mostrado una estabilidad desde noviembre de 2008. De igual forma, las tasas de interés de los nuevos préstamos de consumo han registrado descensos inferiores a la reducción de la tasa de interés de política.

A partir del último trimestre de 2008 el saldo de la cartera en moneda extranjera de los bancos nacionales ha descendido de forma importante. Factores como la contracción del comercio exterior y la exigencia de mayores estándares para otorgar

## DINÁMICAS DE CRÉDITO EN LATINOAMÉRICA

En Latinoamérica el crédito real de consumo se está desacelerando desde el último año lo cual puede estar sucediendo tanto por razones de demanda como de oferta. En los primeros meses de 2009 dicha tendencia se acentuó, como se aprecia en el Gráfico A. Así, la cartera de consumo en Chile y México se contrajo durante el primer trimestre de este año; en Colombia y Perú dicha cartera también se desaceleró, aunque se mantiene en terreno positivo (crecen a ritmos cercanos al 5% real). El caso menos extremo es Brasil, en donde su crecimiento real se mantiene por encima del 15%.

Gráfico A  
Cartera de consumo real



Nota: los datos de Perú, Chile y Colombia corresponden a los de febrero de 2009.  
Fuente: bancos centrales de cada país.

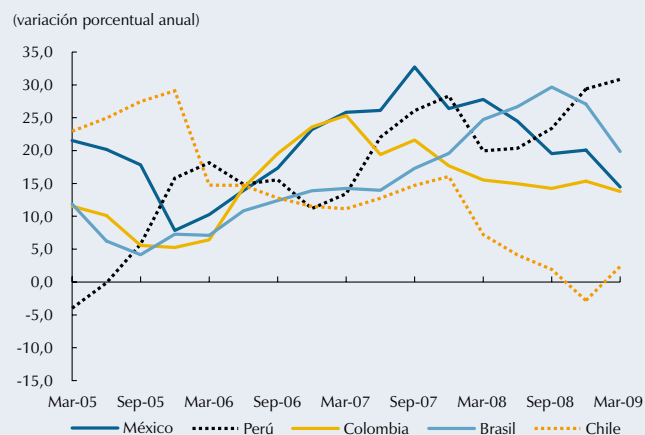
Con relación a la cartera comercial la situación es más heterogénea. En México, Chile y Colombia se observa una desaceleración desde 2007, aunque con diferente intensidad, siendo Chile el país donde se reporta el menor crecimiento. En Brasil la desaceleración es mucho más reciente, pues se viene dando desde septiembre del año pasado. Perú es la excepción, su cartera comercial se ha elevado desde el año pasado y crece a un ritmo de 30%<sup>1</sup> (Gráfico B).

En cuanto al comportamiento de las tasas de interés de la región, las pasivas han reaccionado al estímulo monetario de la mayoría de bancos centrales y recientemente se observan disminuciones importantes (Gráfico C). Las tasas activas, por

su parte, se han demorado más en responder a la política monetaria, aunque la información más reciente ya muestra reducciones en Colombia, Chile y Perú.

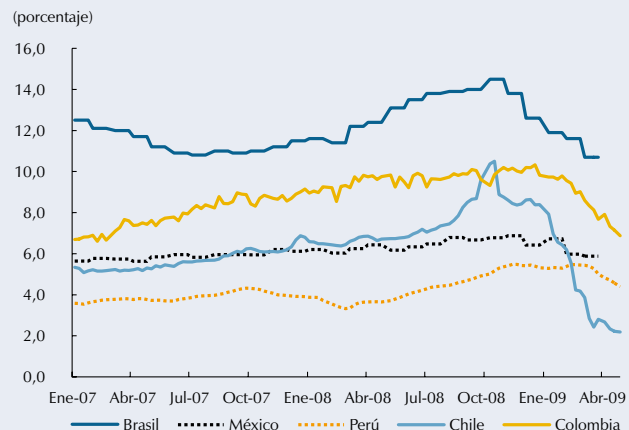
Finalmente, es importante mencionar que, a pesar del debilitamiento del crédito, la liquidez y la solvencia de los bancos y entidades financieras se mantienen estables y no acusan los problemas que se registran en las entidades financieras de los países desarrollados.

Gráfico B  
Cartera comercial real



Nota: los datos de Perú, Chile y Colombia corresponden a los de febrero de 2009.  
Fuente: bancos centrales de cada país.

Gráfico C  
Tasas de interés pasivas en Latinoamérica (e.a.)



e.a.: efectivo anual.  
Fuente: bancos centrales de cada país.

1 Recientemente, el crédito comercial en dólares de la economía peruana se ha desacelerado al igual que lo ha hecho el crédito a la microempresa.



crédito externo han contribuido a dicha tendencia. Adicionalmente, la reducción en las tasas de interés del crédito comercial en Colombia ha generado incentivos para que las empresas sustituyan crédito externo por interno, lo que fue uno de los motivos por los cuales la cartera comercial se aceleró. La colocación de bonos en moneda nacional y el endeudamiento externo directo del sector privado<sup>8</sup> también han sido un mecanismo de financiación de las empresas.

El incremento de las inversiones en títulos valores por parte de las entidades de crédito ha sido importante. Entre el 15 de noviembre de 2008 y el 10 de abril de 2009 el valor nominal de los TES en poder del sistema financiero creció a un ritmo cercano a dos veces el aumento de la cartera. Pese a ello, el valor de las inversiones de los bancos como proporción de su activo total sigue en niveles que se pueden considerar como históricamente bajos.

Como lo muestran varios indicadores y diferentes encuestas, el aumento en la percepción de riesgo, los mayores estándares al momento de otorgar crédito (especialmente para consumo) y una menor demanda por nuevos préstamos por parte de los agentes explican en parte el crecimiento de inversiones en títulos valores por parte de los bancos<sup>9</sup>.

En el segundo trimestre de 2009 es probable que continúe la transmisión de la tasa de política hacia las de mercado. Así mismo, el vencimiento de los TES que se dará en mayo (\$4 b aproximadamente) le generará al sistema bancario una buena disponibilidad de recursos para sus operaciones.

## **1. Agregados monetarios**

Como es usual después de fin de año, el saldo de la base monetaria registró a marzo de 2009 una reducción en su nivel. En efecto, según las fuentes de expansión de este agregado, la contracción de \$4,1 b se explicó por el aumento de los depósitos de la Tesorería General de la Nación (TGN) en el Banco de la República (\$3,9 b), por las ventas netas de divisas y de TES (\$1 b) y por la disminución de los depósitos remunerados no constitutivos de encaje del sistema financiero (DRNCE, por \$500 mm). Como principal factor expansionista se destaca el incremento de los repos del sector financiero con el Banco de la República (\$1,7 b).

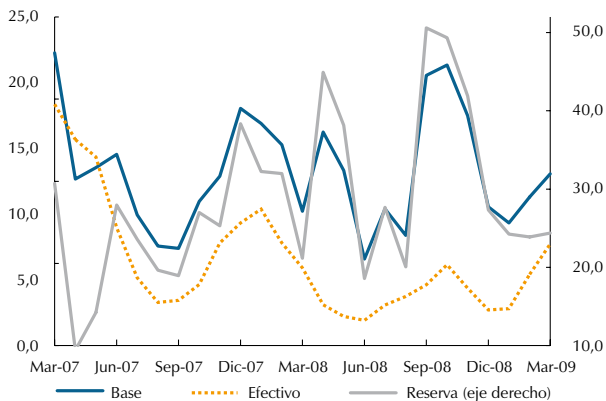
Pese a lo anterior, en el primer trimestre del año en curso la tasa anual de crecimiento de la base monetaria registró una aceleración impulsada por la mayor demanda de efectivo. Los promedios mensuales de saldos semanales muestran que de diciembre de 2008 a marzo de 2009 la tasa anual de la base monetaria pasó de 13,5% a 15,5% (Gráfico 36).

---

8 Por ejemplo créditos con sus casas matrices, con proveedores o con otros bancos extranjeros.

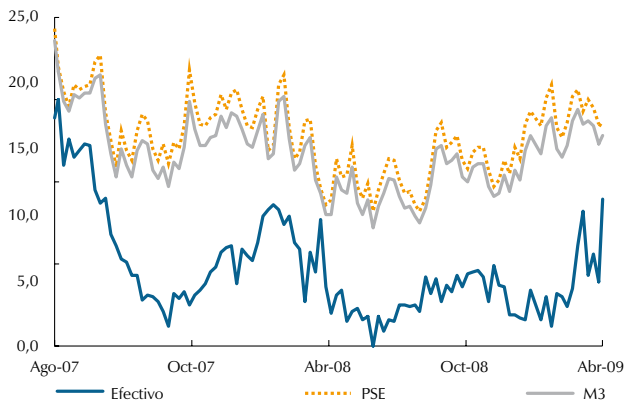
9 La expectativa de valorización de los TES debida a las reducciones de tasa del Banco de la República también explica este comportamiento.

Gráfico 36  
Base monetaria por usos  
(variación porcentual anual de datos promedio mensuales)



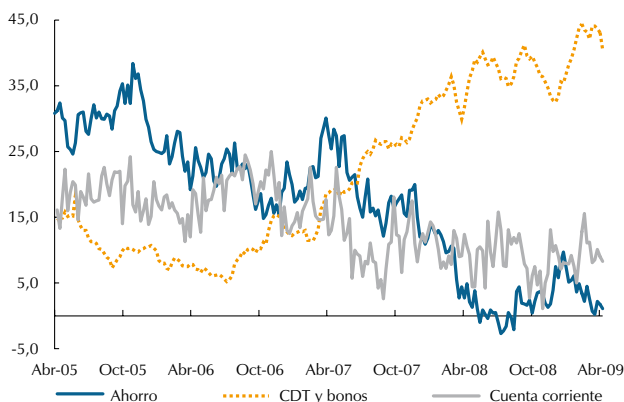
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 37  
Agregados monetarios y depósitos  
(variación porcentual anual de datos semanales)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38  
Depósitos  
(variación porcentual anual de datos semanales)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Las menores tasas de interés de ahorro y la inflación decreciente contribuyeron para que se diera un incremento en la demanda por efectivo. En el primer trimestre de 2009 el crecimiento de esta variable se aceleró 4 pp (de 7,2% a 11,2%), quebrando la tendencia decreciente que se había observado durante el cuarto trimestre de 2008 (Gráfico 36). Por el contrario, en el mismo período el aumento anual de la demanda por reserva bancaria continuó desacelerándose (de 27,3% a 24,4%). Lo anterior se explica por la reducción del encaje decretado por la JDBR a partir de diciembre del año pasado y la recomposición de los pasivos bancarios hacia aquellos de menor encaje (Gráfico 37).

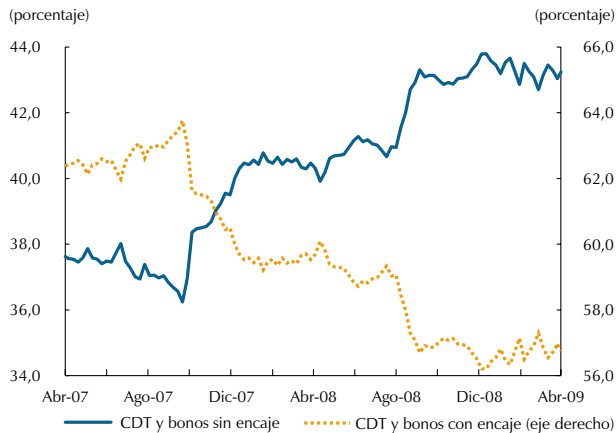
Los depósitos o pasivos sujetos a encaje (PSE), que constituyen alrededor del 90% del M3, presentaron una aceleración en su crecimiento anual hasta febrero de 2009 y en marzo se desaceleraron, pero todavía registran tasas muy superiores al crecimiento del PIB nominal. Entre finales de diciembre y al 27 de febrero la tasa anual de crecimiento aumentó de 19,3% a 20,6% y el 10 abril disminuyó a 17,1% (Gráfico 37).

Aunque el multiplicador monetario se fortaleció con la disminución en el encaje, en las últimas semanas de marzo y comienzos de abril prevaleció la contracción monetaria temporal generada por el traslado de depósitos de la TGN al Banco de la República. En efecto, durante la desaceleración de los PSE, la TGN aumentó los depósitos en el Emisor en \$3,4 b, lo que equivale a 2% de los PSE. Sin embargo, lo anterior no ha sido obstáculo para otorgar crédito, ya que la tasa de crecimiento de los depósitos ha sido mayor que la del crédito.

Por instrumentos de fondeo, los intermediarios financieros continúan enfocados en los depósitos a plazo, buscando preferentemente aquellos que no requieren encaje o con plazo mayor a 180 días (Gráfico 38).

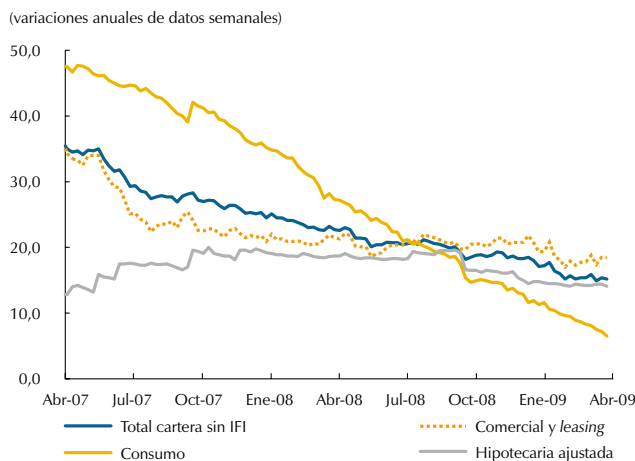
Las captaciones de certificados de depósito a término (CDT) y bonos han crecido a tasas anuales superiores a 35% en los pasados nueve meses, y del 40% desde mediados de enero, con una participación de más de 43% de los de mayor plazo (Gráfico 38). Por estos motivos, en los últimos dos años los CDT y los bonos han ganado una fuerte participación (13 pp) dentro de los PSE. En efecto, entre el 15 de junio de 2007 y el 10 de

Gráfico 39  
CDT y bonos con y sin encaje (participación)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40  
Cartera bruta con *leasing* en moneda legal (variaciones anuales de datos semanales)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

abril de 2009 estos instrumentos de captación pasaron de participar 34% a 47%. Lo anterior, en detrimento de los depósitos de ahorro, que han perdido 11 pp en el mismo período (Gráfico 39).

## 2. Cartera de préstamos

La desaceleración de la cartera en moneda local, iniciada en marzo de 2007, ha presentado una pausa. En las nueve semanas comprendidas entre el 13 de febrero y el 10 de abril la tasa de crecimiento ha oscilado alrededor de 15,4%. Esta dinámica se ha dado como resultado de una compensación entre el fortalecimiento de la cartera comercial, que en las fechas indicadas aceleró la tasa anual de 17,0% a 18,4%, y el menor ritmo de crecimiento de la cartera de consumo, que pasó de 9,7% a 6,5%. En el mismo período la cartera hipotecaria ha crecido a un ritmo relativamente estable (14,3%) (Gráfico 40).

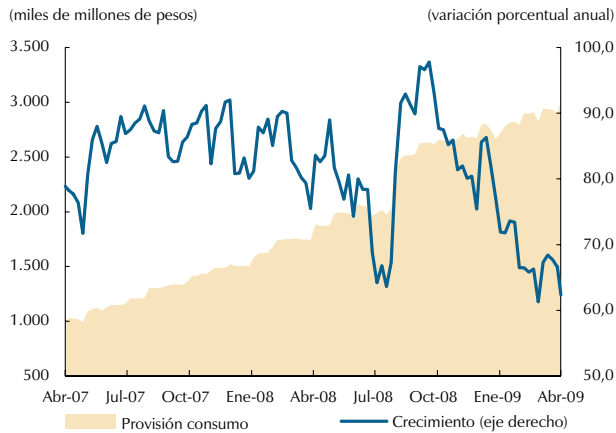
Los nuevos créditos comerciales se han otorgado por las líneas preferencial y ordinarias, las cuales, en lo corrido del año, han aumentado en conjunto 36% comparados con igual período del año pasado. Al tiempo han disminuido los desembolsos por crédito de tesorería (plazo inferior a un mes), cuya tasa de crecimiento anual para lo que va de 2009 cayó 42%. Este patrón, iniciado en el trimestre pasado, es coherente con la preferencia de las empresas por asegurar sus necesidades de financiación ampliando el plazo y, más recientemente, con la sustitución de endeudamiento externo por interno.

El crédito de consumo ya presenta signos de contracción. El saldo que se había mantenido relativamente estable desde finales de octubre en \$40 b, disminuyó \$500 mm desde marzo del presente año. Los desembolsos están liderados por los colocados mediante tarjeta de crédito, los cuales en lo corrido del año aumentaron 8,1%, mientras que las demás modalidades disminuyeron 6,6%.

El comportamiento de la cartera de consumo lo explican diversos factores de demanda y oferta. Entre los primeros encontramos: el debilitamiento de la demanda, debido a la desaceleración de la actividad económica; la mayor tasa de desempleo; una deuda de los hogares en consumo en niveles históricamente altos<sup>10</sup>, y una

10 Reporte de Estabilidad Financiera, marzo 2009, Banco de la República, p. 64.

Gráfico 41  
Evolución de las provisiones de la cartera de consumo



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

contracción cíclica de la demanda por bienes durables luego del auge entre 2005 y 2007, entre otros.

Por el lado de la oferta los establecimientos de crédito han incrementado sus estándares para otorgar crédito de consumo, dado el aumento en la mora y en el riesgo de la cartera de esta modalidad. De igual forma, el rendimiento de los bancos por este tipo de crédito también se ha reducido, debido al aumento en las provisiones que en los pasados doce meses crecieron 62%, lo que equivale a un aumento de \$1,2 b<sup>11</sup> (Gráfico 41).

En lo corrido del año la cartera en moneda extranjera otorgada por la banca local registró una disminución de US\$791 m, equivalente a una variación anual negativa de 21,6%. De este monto sólo una fracción se ha

sustituido con endeudamiento directo en el exterior del sector privado. Con datos a febrero tal financiación durante el año creció US\$63 m, periodo en el cual la moneda extranjera disminuyó US\$322 m. Esta tendencia es opuesta a la ocurrida en el cuarto trimestre de 2008, cuando el mayor endeudamiento directo (US\$413 m) casi duplicó el descenso del crédito en moneda extranjera (US\$211 m) (Cuadro 9).

Cuadro 9  
Endeudamiento externo  
(millones de dólares)

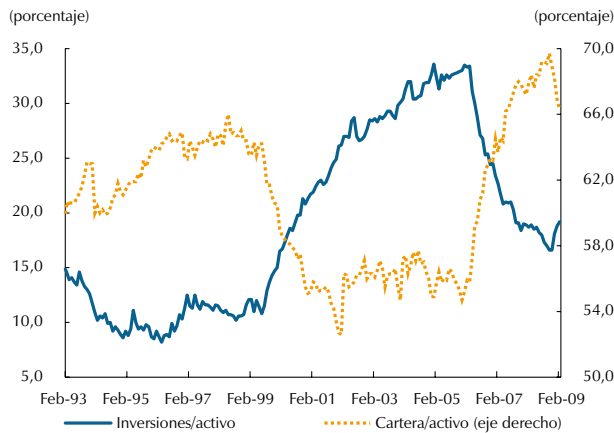
	Cartera en moneda extranjera	Endeudamiento directo del sector privado	Total	Crecimiento anual (%)
Jun-08	3.781	13.157	16.938	13,17
Sep-08	3.708	13.487	17.196	10,31
Dic-08	3.498	13.900	17.397	7,45
Feb-09	3.175	13.963	17.138	5,87
Mar-09	2.916			
Var jun-sep	(72)	330	258	
Var sep-dic	(211)	413	202	
Var dic-feb	(322)	63	(259)	
Var feb-mar	(260)			

Fuente: Banco de la República.

La caída de la cartera en moneda extranjera, la cual corresponde a recursos de corto plazo para financiar principalmente operaciones de comercio exterior, puede estar sugiriendo que la contracción del comercio externo se sigue profundizando. Adicionalmente, los recursos que provienen de proveedores directos también continúan desacelerándose. Por ello, parte de las necesidades de financiamiento de las

11 Este monto equivale al 25% de las utilidades obtenidas por todos los establecimientos de crédito durante 2008.

Gráfico 42  
Cartera e inversiones sobre el total de activos



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

empresas están siendo atendidas por bancos nacionales en moneda local.

Los intermediarios también optaron por aumentar su portafolio de inversiones, en especial en títulos de deuda pública. Hechos como las expectativas de valorizaciones de los TES por las reducciones en las tasas de interés del Emisor y el mayor riesgo de la cartera, especialmente de consumo, explican parte de esta tendencia. Según balances, entre el 15 de noviembre de 2008 y 10 de abril de 2009, el valor nominal de los TES en poder de las instituciones de crédito aumentó en \$6,1 b, mientras que la cartera (m/n) que incluye leasing creció \$3,2 b. Si bien esta aceleración en la adquisición de inversiones es importante, su valor con respecto al total del activo todavía es históricamente bajo (Gráfico 42).

En resumen, durante lo corrido del año se observó que las entidades de crédito contaron con un volumen de recursos adecuado, como lo indica la evolución de los PSE, los cuales han atendido la demanda de crédito comercial e hipotecario, mientras que la cartera de consumo continúa con su desaceleración. El activo del sistema financiero también refleja una sustitución de cartera comercial en moneda nacional por moneda local, y un aumento significativo de las inversiones financieras.

En el segundo trimestre del año, y en particular desde la tercera semana de mayo, el mercado de depósitos estará impulsado por la mayor disponibilidad de recursos irrigada por la TGN, debido a los vencimientos de TES que podrían ser del orden de los \$4 b.

### 3. Tasas de interés

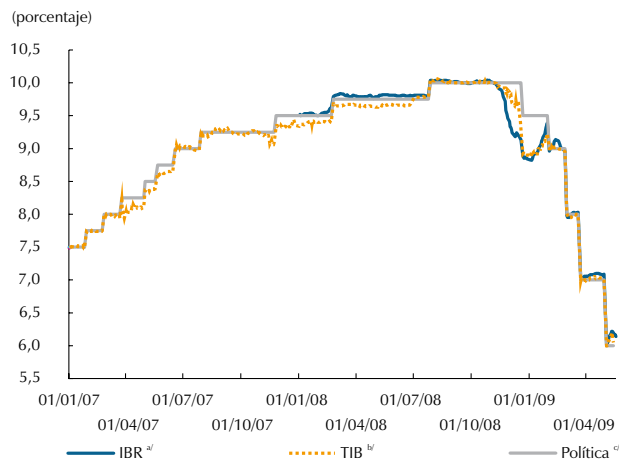
En lo corrido de 2009 la inflación, sus expectativas y sus pronósticos continuaron en descenso. Adicionalmente, el impacto de la crisis internacional sobre la economía colombiana se hizo más evidente, reflejado en una contracción del comercio externo, menores ingresos por remesas e inversión extranjera directa (IED) y una pérdida en la confianza de los agentes económicos. De la misma forma, diversos indicadores económicos mostraban que la debilidad de la demanda interna seguía. Ante este panorama, la JDBR decidió continuar con la reducción de tasas de interés iniciada en diciembre de 2008.

Entre enero y marzo de 2009 la JDBR recortó la tasa de interés de política en 250 pb (-50 pb el 30 de enero 30 y -100 pb en cada una de las sesiones del 27 febrero y el 20 de marzo). En su reunión más reciente, sostenida el 30 de abril, también se acordó una rebaja de 100 pb. Por lo anterior, desde el 19 de diciembre de 2008, cuando se redujo en 50 pb, se ha disminuido 400 pb en la tasa de interés de referencia: desde 10% hasta 6% (su nivel actual).

La tasa interbancaria (TIB) y el indicador bancario de referencia (IBR) han seguido la misma senda de la tasa de política (Gráfico 43). En cuanto a las tasas pasivas, la tasa de interés ponderada de captación de CDT y la DTF (captaciones de CDT sólo a 90 días) registraron una rápida transmisión. Entre el 19 diciembre y 17 de abril dichas tasas han disminuido 324 pb y 283 pb, respectivamente, reducciones similares a la acumulada en la tasa de política en el mismo período. Inclusive la tasa de captación de los depósitos de ahorro ha respondido, con un descenso de 88 pb (Gráfico 44).

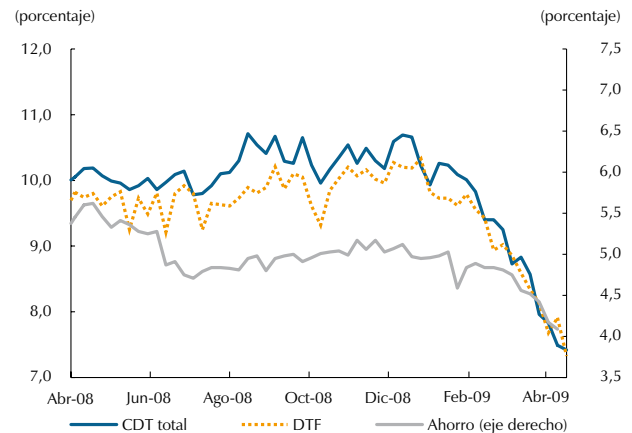
Desde el 19 de diciembre de 2008 las tasas de interés de crédito empresarial han sido las que más han reaccionado a la baja, destacándose las de créditos preferencial (-342 pb), de tesorería (-298 pb), ordinario (-222 pb) y las de crédito a constructores de vivienda (-150 pb) (Gráfico 45). En el mismo período las tasas de interés de los créditos destinados a los hogares se han reducido menos que la de política (Gráfico 46). La tasa

Gráfico 43  
Tasa de interés de política, IBR y TIB



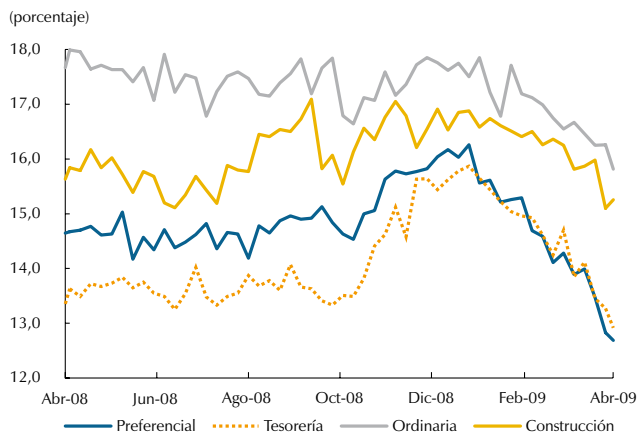
a/ indicador bancario de referencia.  
b/ tasa de interés interbancaria.  
c/ tasa de interés subasta de expansión.  
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 44  
Tasas de interés pasivas nominales



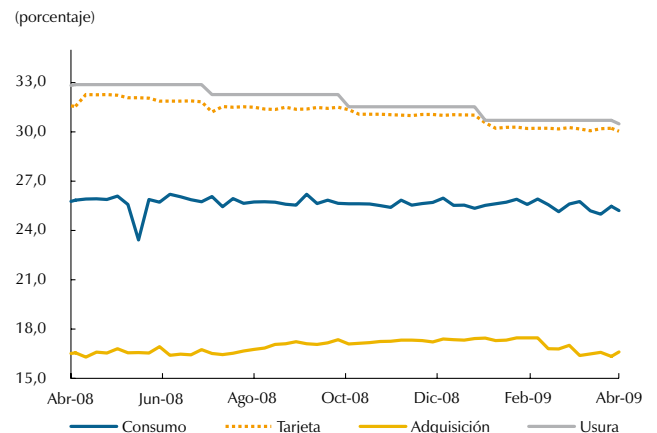
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45  
Tasas de interés nominales de crédito comercial



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46  
Tasas de interés nominales de crédito a los hogares



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

de interés para consumo (diferente a tarjeta de crédito) ha registrado un descenso de 65 pb, en presencia de alta volatilidad y con una tendencia poco definida. Con respecto a la tasa de interés para adquisición de vivienda, su reducción ha sido de 85 pb<sup>12</sup>. En cuanto a la tasa de interés para los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito, continúa la estrecha relación con la tasa de usura, pero es muy poca su respuesta a la tasa de política.

Las tasas de interés reales promedio activas<sup>13</sup> (metodología Banco de la República) y pasivas (DTF), disminuyeron y se situaron en 3,1% y 10,4%, respectivamente, 12 pb y 33 pb por encima de sus promedios calculados desde 2001, e inferiores en 172 pb y 207 pb de las medias históricas realizadas desde 1986 (gráficos 47 y 48).

Los diferentes tipos de crédito también han experimentado una reducción en las tasas de interés reales. Para préstamos ordinarios —la línea más importante del crédito empresarial— dicha tasa cayó a 10,1%, nivel inferior en 168 pb y 65 pb que el de sus promedios históricos, calculados desde 1998 y 2001, respectivamente. Esta tasa también está por debajo de la tasa de interés para crédito ordinario vigente a abril de 2006 (11,4%), momento cuando se inició la fase de incrementos en la tasa de interés de política (Gráfico 49).

Caídas más pronunciadas se han observado en las tasas reales de las otras líneas de crédito comercial (preferencial y de tesorería), aunque sus niveles aún son superiores a los promedios calculados desde que se elabora la serie (gráficos 50 y 51). Hacia futuro cabe esperar que continúe la tendencia decreciente en estas tasas, ya que ellas fueron las que más aumentaron cuando la tasa de política se incrementó entre 2006 y 2007. Con respecto a la tasa real de consumo, su nivel actual (19,5%), aunque menor, es similar al registrado desde mediados de 2008. La resistencia de las tasas nominal y real de consumo a caer más rápido puede obedecer al aumento en las primas de riesgo asociado con el deterioro de la cartera de esta modalidad y al aumento en las exigencias de crédito por parte de las instituciones financieras, dado el nivel de endeudamiento de los hogares y las mayores expectativas sobre el crecimiento en el desempleo (Gráfico 52).

#### **4. Otros activos financieros**

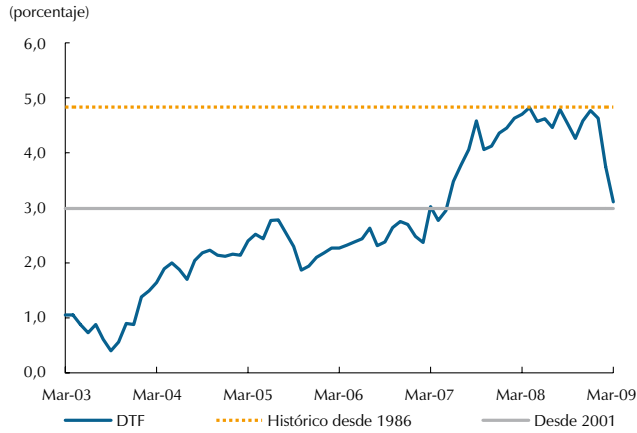
El menor pesimismo en los mercados financieros internacionales, la reducción de la inflación y las tasas de interés en Colombia, y una mayor confianza de los agentes en los activos local han favorecido la valorización de los títulos de deuda pública TES y una moderada recuperación en el mercado de acciones.

---

12 En este caso hay que aclarar que la menor inflación que está capturada con la unidad de valor real (UVR) también debió contribuir a la caída.

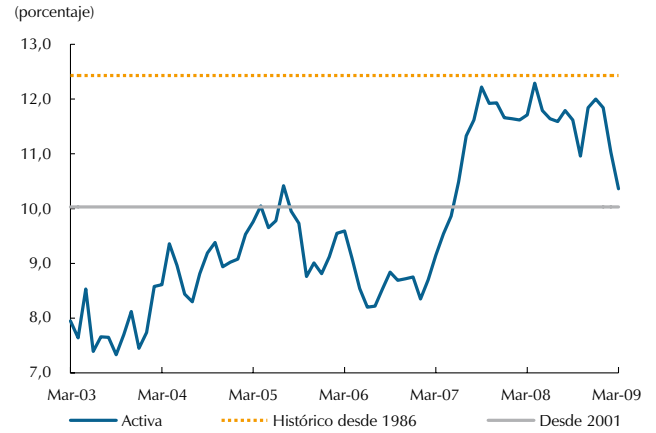
13 El indicador de tasa activa calculado por el Banco de la República incluye las tasas de interés de crédito comercial y la tasa de crédito de consumo.

Gráfico 47  
DTF real  
(Con IPC sin alimentos)



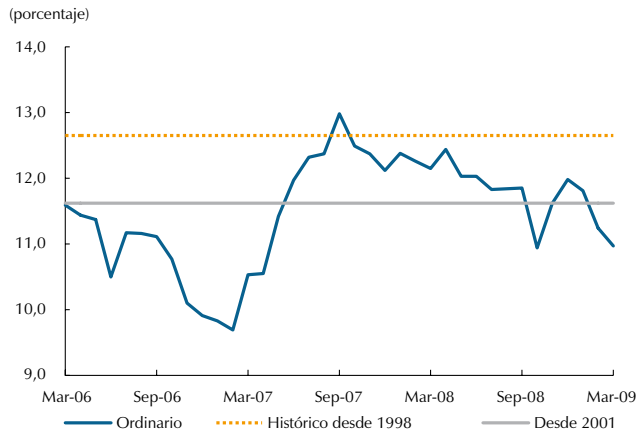
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 48  
Tasa de interés activa real  
(Con IPC sin alimentos)



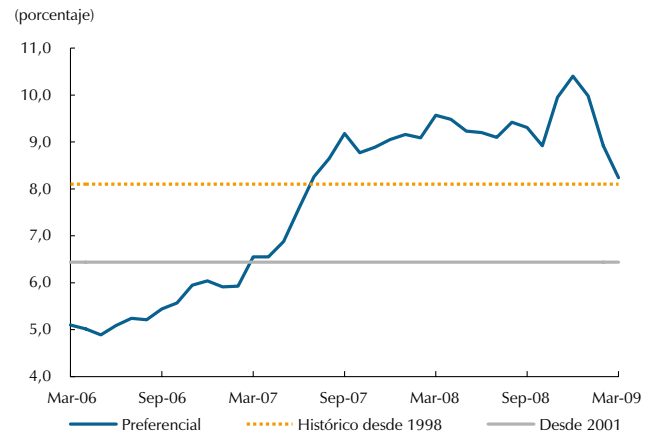
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 49  
Tasa de interés real del crédito ordinario  
(Con IPC sin alimentos)



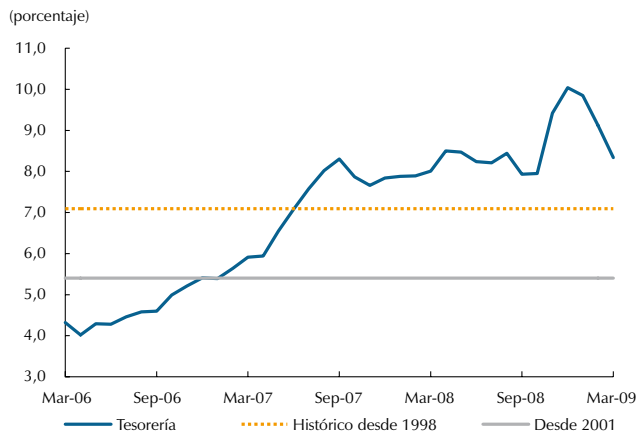
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 50  
Tasa de interés real del crédito preferencial  
(Con IPC sin alimentos)



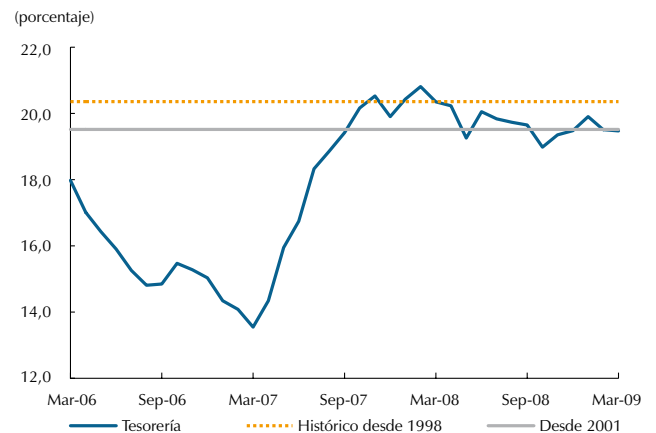
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 51  
Tasa de interés real del crédito de tesorería  
(Con IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 52  
Tasa de interés real del crédito de consumo  
(Con IPC sin alimentos)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.



**Gráfico 53**  
 Tasas nominales de interés: TES  
 (mercado secundario)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

La valorización de los TES ha sido más acentuada en los plazos cortos, y por ello la curva de rendimientos se ha empinado. El 17 de abril el margen entre los TES con vencimiento en noviembre de 2010 y julio de 2020 fue de 242 pb (tasas de 6,78% y 9,20%, respectivamente), nivel superior a la diferencia de 123 pb registrada por los mismos papeles al finalizar 2008 (tasas de 9,46% y 10,69% en el mismo orden) (Gráfico 53). El empinamiento obedece, en mayor medida, a una preferencia por liquidez de los inversionistas que al temor de un incremento en la inflación. De hecho, las expectativas de inflación para los próximos doce meses obtenidas al comparar los TES en pesos y los atados a la UVR son inferiores al punto medio de la meta de inflación del presente año.

**Gráfico 54**  
 IGBC



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, al 22 de abril de 2009 el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) se ubicó en 8,045 pp, equivalente a un incremento de 6,4% en lo corrido del año, y a una variación anual de -16,6% (Gráfico 54).

### III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

**La caída mundial en la industria y el comercio** ha sido profunda y mayor que la esperada.

**Los pronósticos de crecimiento** para nuestros principales socios comerciales se redujeron.

**Las economías** emergentes tienen mayor posibilidad de recuperación dado su menor endeudamiento y sus sistemas financieros más solventes.

**Para Colombia, se revisaron** los pronósticos de crecimiento a la baja. Se espera una recuperación a partir del segundo semestre.

**La inflación en Colombia** continuará cayendo y se situará en la parte inferior del rango meta a finales de 2009.

#### A. CONTEXTO INTERNACIONAL

La economía y el comercio mundial sufrieron una fuerte contracción durante el primer trimestre de 2009, la cual se suma a la profunda caída ocurrida en el cuarto trimestre del año pasado. Estos resultados confirman en buena parte los temores que se tenían sobre una recesión acentuada en la economía global. De hecho, los diversos indicadores de la actividad real internacional apuntan a una contracción mayor que la contemplada en el informe anterior.

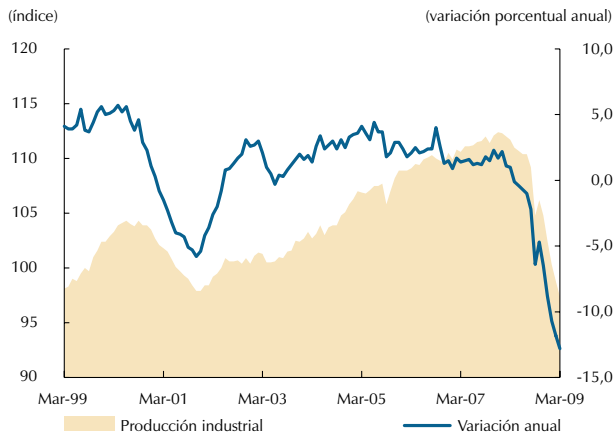
Durante el primer trimestre de 2009 la economía estadounidense se redujo 6,1% trimestre anualizado (t/a)<sup>14</sup>. Este es el tercer retroceso consecutivo del PIB en ese

---

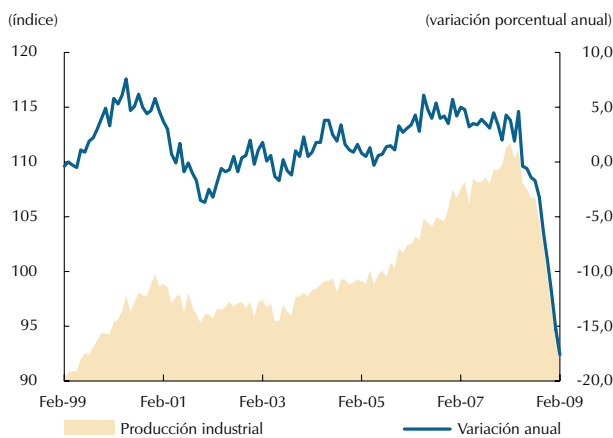
14 Este dato corresponde a la primera revisión del Bureau of Economic Analysis (BEA). La variable que más contribuyó a la caída del PIB fue la inversión total, y dentro de ella la disminución de los inventarios. La inversión total presentó una contracción t/a de 51,8%: la residencial y la no residencial

Gráfico 55  
Producción industrial de las economías desarrolladas

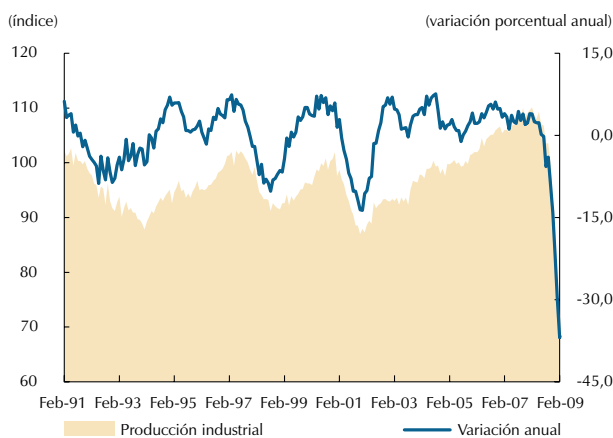
A. Estados Unidos



B. Zona del euro



C. Japón



Fuente: Bloomberg.

país, el cual había presentado una contracción de 6,3% en el cuarto trimestre del año pasado. En el Reino Unido la caída también fue considerable en el primer trimestre (7,4% t/a). Para la zona del euro y Japón aún no se conoce información del PIB de comienzos del año; sin embargo, en el cuarto trimestre los crecimientos fueron negativos (-5,8% y -12,7% t/a, respectivamente). Los indicadores disponibles para estas economías sugieren una contracción del PIB igualmente fuerte para principios de 2009.

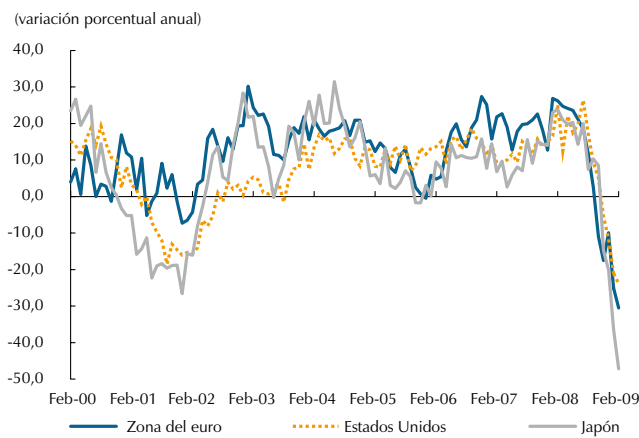
La crisis ha golpeado con especial intensidad a los sectores industriales de la mayoría de países desarrollados y emergentes. Así mismo, ha castigado fuertemente al comercio internacional, el cual hasta hace poco fue uno de los motores de crecimiento de la economía mundial.

La crisis en la producción industrial de las economías desarrolladas ha sido profunda y sin parangón en varias décadas. A marzo, los retrocesos en los índices de producción eran significativos y en varios casos golpeaban las ganancias construidas durante los últimos diez años. En los Estados Unidos, por ejemplo, la producción industrial se contrajo a un tasa anual de 12,8% en marzo de 2009, y su nivel es menor en 13,4% frente al máximo observado en diciembre de 2007, y alcanzando cifras equivalentes a las de 1999. Por su parte, la zona del euro muestra una contracción de 18% en febrero, y sus niveles se sitúan en los registrados a finales de los años noventa. El caso más extremo ha sido Japón, en donde la producción industrial se desplomó a una tasa anual de alrededor de 35% en marzo, y el nivel correspondiente a ese mes era inferior a cualquier valor reportado desde 1983 (Gráfico 55).

Con respecto al comercio, la variación anual de las exportaciones nominales en dólares fue de -23% y -30% en febrero, tanto en los Estados Unidos como en la zona del euro, respectivamente. Para la economía nipona el comportamiento de esta variable es aún más dramático, la contracción fue de alrededor de 48% anual en febrero (Gráfico 56).

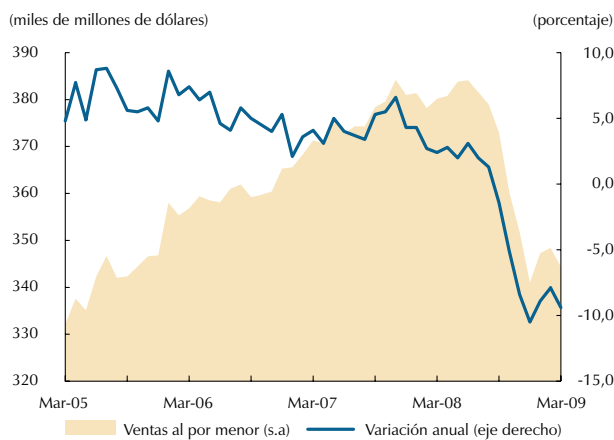
cayeron 38% t/a cada una, mientras que los inventarios cayeron mucho más.

Gráfico 56  
Exportaciones de las economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 57  
Ventas al por menor en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Aparte de la industria y el comercio internacional, otros indicadores también han sido fuertemente afectados. Tal es el caso de las ventas al por menor, que en los Estados Unidos se contrajeron a un ritmo anual de 9% en el primer trimestre de este año. Conviene señalar, sin embargo, que durante febrero y marzo las ventas tendieron a estabilizarse y el ritmo de caída es ahora menor<sup>15</sup>, lo que ha sido interpretado por varios analistas como un signo de que la economía estaría tocando fondo (Gráfico 57).

A futuro, la profundidad de la recesión de las economías desarrolladas y la intensidad con que se presente su recuperación va a depender de lo que suceda con el mercado laboral. En los Estados Unidos el deterioro del empleo ha sido fuerte, tal como lo sugiere la información disponible a marzo. Durante 2008 se destruyeron en ese país alrededor de 3 millones de puestos de trabajo, y en el primer trimestre de 2009 se han eliminado otros 2,1 millones, siendo ésta la mayor reducción desde que se cuenta con información. Esto ha elevado la tasa de desempleo a 8,9% en marzo, el nivel más alto desde 1983. En el resto de economías desarrolladas el desempleo ha comenzado a incrementarse; sin embargo, el ritmo de despidos es menor al de los Estados Unidos: por ejemplo, en Europa algunos mercados presentan una mayor rigidez, por lo que el ajuste será más lento<sup>16</sup>.

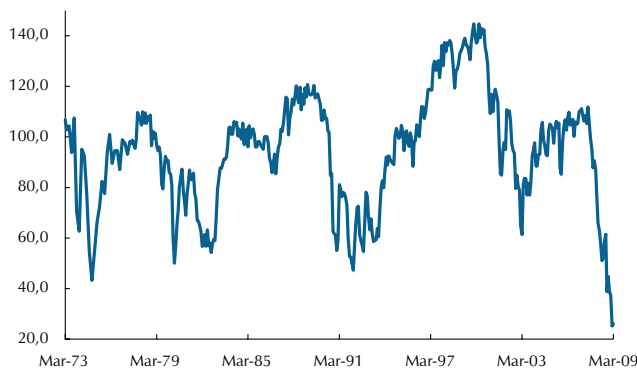
Así las cosas, de no frenarse la caída en la producción o de estancarse por un largo tiempo, es posible que se presenten reducciones adicionales importantes en el empleo. Debe tenerse en cuenta que en el pasado el comportamiento de esta variable ha estado rezagado con respecto al del ciclo de la producción.

Dado todo lo anterior, en la actualidad la situación de las economías desarrolladas puede caracterizarse como la de una pérdida generalizada en la confianza de consumidores e inversionistas, los cuales han reducido fuertemente los niveles de gasto (gráficos 58 y 59), y que ha sido reforzada por un aumento notable en las restricciones crediticias. No obstante, ante este panorama adverso, en el

15 Las ventas al por menor están correlacionadas con el comportamiento del consumo personal. Según la información más reciente del BEA, éste creció 1,5% t/a durante el primer trimestre del año en los Estados Unidos.

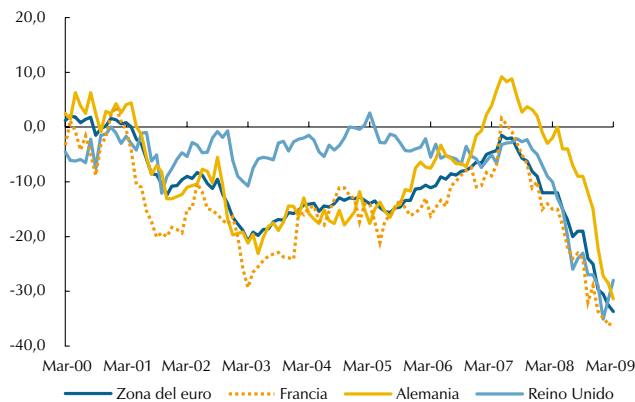
16 En la zona del euro el desempleo se ubica en 8,9% en marzo de 2009, presentándose un incremento de 1,7 pp frente al mínimo observado el año pasado, que también corresponde a marzo. En Japón la cifra a marzo ascendió a 4,8%, con un aumento de 1,0 pp desde su mínimo en octubre de 2008.

Gráfico 58  
Índice de confianza del consumidor en los Estados Unidos  
(conference board)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 59  
Índice de confianza del consumidor en Europa



Fuente: Bloomberg.

último mes y medio se dieron algunos brotes de optimismo que se reflejaron en una mejoría en el desempeño de los mercados financieros y bursátiles (véase capítulo II). Estos signos de optimismo están en parte respaldados por un leve repunte en los indicadores de confianza del consumidor y de sentimiento empresarial en abril<sup>17</sup>, y por un menor ritmo de la caída en variables reales (como el de las ventas al por menor ya mencionado).

Ante este panorama los gobiernos y bancos centrales han seguido realizando intervenciones para tratar de estabilizar los mercados financieros y estimular la economía. En el caso de los Estados Unidos se espera que las ayudas estatales y el programa de estímulo fiscal de la administración Obama contribuyan a frenar la caída del ritmo de la actividad económica y sienten las bases para su recuperación en la segunda mitad del año. No obstante, la reactivación, sería lenta en principio y se daría siempre y cuando se estabilicen los mercados financieros.

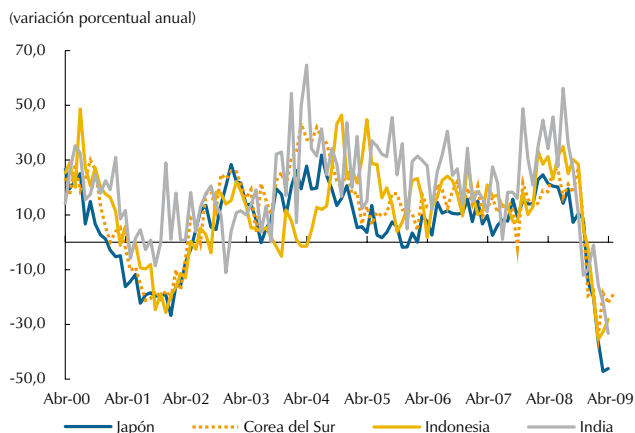
Por otro lado, los esfuerzos de los gobiernos en los planos monetario y fiscal, que tienen repercusiones favorables en el corto plazo, pueden atentar contra la estabilidad macroeconómica y de sus monedas en el largo plazo. Además, debe tenerse en cuenta que los desbalances que estos programas están creando se suman a déficits importantes ya existentes, sobre todo en el caso de los Estados Unidos. A nivel monetario por ejemplo, existe

incertidumbre acerca del momento y la forma como la Fed y otros bancos centrales recogerán la masiva inyección de dinero que efectuaron en trimestres anteriores. En el frente fiscal los esfuerzos de gasto recientes van a requerir de fuertes maniobras por parte de los gobiernos para gestionar nuevos recursos, conduciendo probablemente a aumentos en los impuestos.

Con respecto a las economías emergentes, al finalizar 2008 los efectos de la crisis eran más notorios en países de Europa Oriental, la mayoría de ellos con grandes déficits de cuenta corriente. Así mismo, en el cuarto trimestre de 2008 varios países asiáticos de economías muy abiertas habían salido afectados como resultado de la fuerte caída de la demanda por sus exportaciones; situación que se prolongó durante el primer trimestre de 2009 (Gráfico 60).

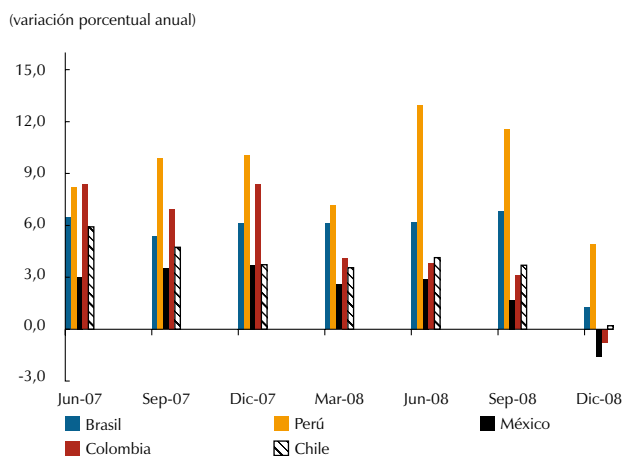
17 Aunque los indicadores de confianza de consumidores y empresarios han mostrado un repunte, se encuentran en niveles históricamente bajos y, además, todavía sugieren caídas en el gasto. Así las cosas, se debe tener cautela en no sobredimensionar estos datos, pues es posible que el mercado esté sobrereaccionando a ellos.

**Gráfico 60**  
Exportaciones en dólares de países asiáticos



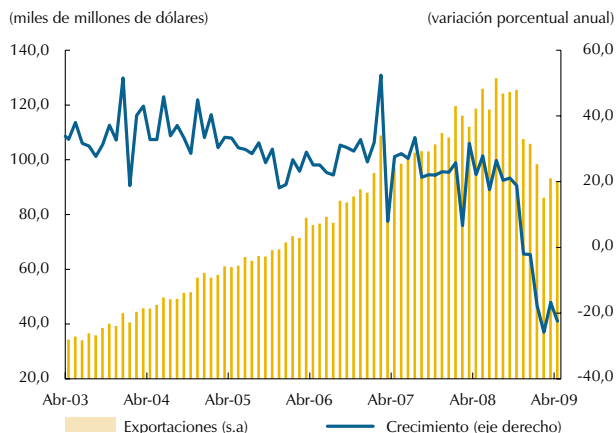
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 61**  
PIB de algunos países latinoamericanos



Fuente: DANE, Bloomberg.

**Gráfico 62**  
Exportaciones de China<sup>a/</sup>



a/ serie desestacionalizada.  
Fuente: DANE.

En América Latina, la desaceleración también ha sido significativa y en la mayoría de países se espera un crecimiento económico para este año muy bajo, o incluso negativo; de hecho, el PIB creció muy poco a finales del año pasado en varios países (Gráfico 61). Aunque no hay información sobre para el primer trimestre, los datos disponibles muestran que la producción industrial y las exportaciones se contrajeron de manera significativa en enero y febrero, especialmente en México y Brasil, las dos economías de mayor tamaño en la región.

Dentro de los emergentes, los signos más alentadores provienen de China. El impulso en este país se origina en la demanda interna y parece estar relacionado con el programa de estímulo fiscal. El crecimiento anual de la producción industrial se aceleró en el primer trimestre de 2009 y el dato del PIB para dicho período se desaceleró menos que en el cuarto trimestre, creciendo 6,1% (tasa anual). Aunque las exportaciones de China se están contrayendo (Gráfico 62), lo hacen a un ritmo menor, y se ha registrado una reactivación de las importaciones de materias primas.

De esta manera, las economías emergentes también han resultado fuertemente golpeadas; sin embargo, dado sus menores niveles de endeudamiento y la mayor solvencia de sus sistemas financieros<sup>18</sup>, cuentan con mayores posibilidades de estimular su consumo y de recuperarse más rápidamente que las economías desarrolladas. Además, una reactivación rápida de la economía china puede ayudar a mantener los términos de intercambio en los actuales niveles o, incluso, en niveles un poco más altos para los países latinoamericanos.

Dado el contexto anterior, para este informe se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento de nuestros socios comerciales. En el caso de los Estados Unidos el nuevo pronóstico del Banco está entre -2,0% y -3,5% con un escenario central de -2,5%. En el informe de diciembre el rango estaba entre -1,5% y -2,5%, con centro

18 Aunque sólo para el caso de Asia y Latinoamérica, ya que en algunos países de Europa Oriental el nivel de endeudamiento es alto.

en -2,0%. El escenario central implicaría una reducción importante del PIB en el primer trimestre y una caída mucho menor durante el segundo, con una recuperación lenta a partir del tercer trimestre. En ese entorno es probable que la inflación siga cayendo, con un riesgo no despreciable de que sea negativa. Para Europa se espera un crecimiento entre -2,0% y -3,3% con un escenario central de -2,5%. En el escenario central, el pronóstico de crecimiento tanto para Venezuela como para Ecuador en 2009 estaría de 0% (Cuadro 10).

**Cuadro 10**  
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales

	Observado			Proyecciones
	2006	2007	2008	2009 <sup>a/</sup>
<b>Principales socios</b>				
Estados Unidos	2,8	2,0	1,1	(-2,5 y -3,5)
Zona del euro	2,8	2,6	0,8	(-2,0 y -3,3)
Venezuela	10,3	8,6	4,8	(1,5 y -2,2)
Ecuador	3,9	2,5	6,5	(1,0 y -1,0)
<b>Otros socios</b>				
Japón	2,4	2,1	-0,6	-5,5
China	10,4	11,2	9,9	(7,2 y 6,0)
Perú	7,6	9,0	9,8	(4,2 y 3,0)
México	4,8	3,2	1,3	-3,9
Chile	4,3	5,1	3,2	-0,4
Argentina	8,5	8,7	7,0	-1,3
Brasil	3,8	5,4	5,1	(1 y -0,3)
Bolivia	4,8	4,6	6,2	2,3
Países desarrollados	3,0	2,7	0,9	-3,3
Países en desarrollo	7,9	8,3	6,1	2,0
<b>Total mundial</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-0,8</b>

a/ El rango de pronóstico viene dado por un escenario optimista (techo del intervalo) y un escenario pesimista (piso del intervalo).  
Fuente: Datastream, Consensus, FMI y Banco de la República

Así mismo, se han modificado las proyecciones de los precios de bienes básicos (*commodities*), los cuales han tenido un comportamiento al alza en lo corrido del año, por encima de lo esperado en informes anteriores. Para el petróleo West Texas Intermediate (WTI) se prevé un rango entre US\$40,3 y US\$56 el barril para 2009, con un escenario central de US\$48. Estas proyecciones están asociadas con los pronósticos para el crecimiento en los Estados Unidos (Cuadro 11).

En síntesis, la recesión en los países desarrollados es más fuerte que la prevista en informes anteriores y la posibilidad de una recuperación pronta parece baja. El consumo privado en esos países no debería ayudar mucho, dado el alto nivel de endeudamiento de los hogares, el deterioro del mercado laboral y los problemas del sistema financiero (*credit crunch*). Sin embargo, es posible que los programas fiscales contribuyan a frenar la caída en los próximos dos trimestres. Finalmente,

los riesgos hacia un menor crecimiento mundial este año que el contemplado en la senda central continúan siendo altos; en particular por lo que sucede en los Estados Unidos, Japón y Europa, y por las restricciones comerciales y al libre movimiento de factores productivos que pueden surgir en diversos países (véase Recuadro 2, p. 70).

Cuadro 11  
Precios internacionales

Producto	2005	2006	2007	2008	Proyección para 2009 <sup>a/</sup>	
					Escenario A <sup>b/</sup>	Escenario B
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,20	1,18	1,26	1,44	1,00	1,45
Petróleo WTI (dólares por barril)	56,6	66,1	72,3	99,9	40,3	56,0
Petróleo (dólares por barril)	49,8	58,3	66,2	90,2	37,6	52,3
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	50,8	83,4	45,0	61,0
Ferróníquel (dólares por libra)	2,4	3,6	5,5	3,4	1,3	1,7
Oro (dólares por onza troy)	445,0	604,6	696,9	873,0	800,0	935,0

a/ Balanza de pagos estimada en abril de 2009.

b/ Los escenarios A y B corresponden al escenario pesimista y optimista, respectivamente.

Fuente: Cálculos del Banco de la República.

## B. BALANZA DE PAGOS

El déficit en cuenta corriente (DCC) como porcentaje del PIB en el año 2008 fue 2,8%, similar al registrado un año atrás. El resultado de 2008 se explicó por el importante incremento anual de la remisión de utilidades de las empresas con participación extranjera en el país (3,5% del PIB); en particular por los egresos del sector petrolero, los cuales aumentaron 64% anual. El déficit no fue mayor debido a que las exportaciones totales aumentaron (25,5%) a un mejor ritmo que las importaciones (20,6%). Adicionalmente, las remesas de trabajadores colombianos en el exterior presentaron un aumento positivo de 7,8% frente a 2007, a pesar del menor ritmo de crecimiento de las principales economías de origen<sup>19</sup>. El DCC fue financiado ampliamente con entradas de IED, que representaron el 4,4% del PIB.

Para el año 2009, dada la gran incertidumbre que persiste sobre la magnitud de la desaceleración de la economía mundial (en especial para nuestros principales socios comerciales como los Estados Unidos, Europa y Venezuela) y sobre los precios de los commodities (petróleo, carbón, ferróníquel y café), se consideraron varios escenarios de la balanza de pagos afines con los rangos de pronóstico contemplados en la sección anterior (cuadros 10 y 11). En cuanto a los flujos financieros, se espera

19 Dichos recursos representaron el 2,3% del PIB en 2008, el 13% de las exportaciones de bienes y el 46% de los ingresos por IED.



que algunos proyectos de inversión extranjera en Colombia no se ejecuten, dadas las restricciones de acceso al mercado de capitales. Por esta razón, es probable una reducción en los flujos de capitales hacia Colombia para 2009. Adicionalmente, se consideran los recursos externos ya obtenidos por el Gobierno para financiar el déficit fiscal de 2009, los cuales ascienden a US\$3.650 m (de acuerdo con lo anunciado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público)<sup>20</sup>.

Como resultado de lo anterior, es factible esperar para 2009 una caída importante de los ingresos en dólares por exportaciones totales, la cual podría estar entre 19% y 28% anual. Dicho descenso estaría liderado por las menores ventas de exportaciones de productos tradicionales. Así mismo, se estima una caída en la compra de productos importados, acorde con la desaceleración de la economía colombiana; dicho descenso puede ubicarse entre 6% y 22% anual. De otro lado, de acuerdo con los modelos utilizados para pronosticar las remesas de trabajadores, se calcula que estas podrían contraerse entre 8% y 11% anual, dependiendo del tamaño de la desaceleración económica de los países desde donde se originan (los Estados Unidos y España, principalmente).

Dado lo anterior, los pronósticos del Banco de la República muestran una ampliación del déficit en cuenta corriente del país para 2009, el cual podría fluctuar entre 3,1% y 4,3% del PIB, dependiendo principalmente de cuál sea el impacto de la recesión de la economía mundial sobre las exportaciones totales colombianas. Por el lado del financiamiento, esta ampliación del déficit tendría lugar en un contexto de menor IED y menor inversión de colombianos en el exterior.

### C. CRECIMIENTO INTERNO

El comportamiento del PIB en 2009 estará condicionado principalmente por la evolución del contexto internacional. La crisis externa continuará transmitiéndose por medio de varios canales. El principal es el de la menor demanda externa, que afecta tanto los volúmenes como los precios de los bienes y servicios exportados. Otro canal importante seguirá siendo el deterioro de la confianza, que incide negativamente tanto en la inversión como en el consumo. Así mismo, las menores remesas, junto con la caída de la inversión extranjera también golpearán el crecimiento interno.

Ahora bien, como se mencionó en las secciones precedentes, se espera que la economía mundial, y en particular la de los países desarrollados, muestre una recuperación a partir del segundo semestre del año. En este entorno la economía colombiana empezará a recibir los efectos favorables de la reactivación de la economía mundial a finales de 2009. Por otro lado, se supone que el debilitamiento de los países de la región será menos marcado y duradero que el de las economías desarrolladas y que la confianza

---

20 Sin embargo, no se consideran los recursos aprobados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) las cuales ascienden a US\$10.400 m.

retornará más rápidamente a estos países, lo que también debe contribuir a aminorar la desaceleración en el caso colombiano.

Para la elaboración de las proyecciones de crecimiento se tuvieron en cuenta los escenarios definidos para el sector externo y la balanza de pagos descritos en secciones precedentes. Adicionalmente se consideraron escenarios alternativos de gasto público, tanto en consumo como inversión (obras civiles). Como ha sido usual en el *Informe sobre Inflación*, se estimó un rango de crecimiento para el año, cuyos límites tienen en cuenta lo siguiente:

- *Para el techo*: un contracción del PIB de los Estados Unidos de 2,0% en 2009, con precios internacionales de materias primas superiores a los registrados en lo corrido del año y con un DCC como porcentaje del PIB de 3,1%. Este escenario supone obras civiles dinámicas, que se reponen de manera importante de la contracción registrada en 2008: crecerían alrededor de 12% en 2009 frente a -7,1% en 2008. Así mismo, contempla una expansión del consumo público mayor que la de 2008: un crecimiento de 4,5% en 2009 frente a 1,3% en 2008.
- *Para el piso*: habría una recesión más marcada en los Estados Unidos, con una caída de 3,5% para todo 2009, la cual, sin embargo, continúa siendo compatible con alguna recuperación a finales de año. Por su parte, los precios internacionales de materias primas exportadas por el país serían más bajos que los promedios observados en lo corrido de 2009. Lo anterior estaría asociado con un DCC de 4,3%. En este escenario se supuso un crecimiento en obras civiles más modesto (6,0%), que recupera apenas los niveles de 2007. En cuanto al consumo público, éste presentaría tasas bajas para la década, (1,5%).

Ambos escenarios estarían acompañados de una desaceleración del consumo y la inversión privadas. En el caso de la inversión, por primera vez en la presente década, se podría estar observando una contracción anual. Las fuentes de la desaceleración en consumo estarían asociadas con menores remesas provenientes del exterior y con el deterioro del mercado laboral, así como mayores decisiones de ahorro precautelativo de los hogares. Sin embargo, cabe resaltar que hay algunos factores que podrían contribuir de manera importante a aliviar algunas de estas circunstancias adversas, tales como la ampliación de los programas de subsidios del Gobierno, la menor inflación, los ingresos provenientes de los buenos precios del café y la política monetaria expansiva.

En cuanto a la inversión privada, el fuerte impulso que recibió en el pasado permitió al sector productivo colombiano expandir su capacidad, en parte, acoplándose a la pujante demanda exhibida en años anteriores. Con las circunstancias actuales, y con una demanda tanto local como externa más debilitadas, dicha capacidad excede el gasto previsto y, por consiguiente, cabe esperar que varios proyectos de inversión sean aplazados, contribuyendo a profundizar el ciclo económico.

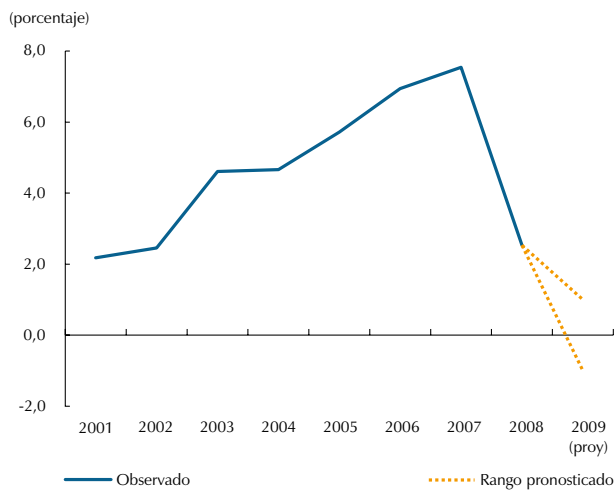
Por otro lado, la demanda externa resultará afectada por la crisis internacional. En cuanto a las exportaciones se prevé que las no tradicionales se contraigan por la menor

demanda externa, mientras que las de materias primas (tradicionales) muestren un aumento en volúmenes, según información revelada por las principales empresas en estos sectores. Gracias a esto último, y pese la caída de la ventas valoradas en dólares, las exportaciones totales en pesos constantes no presentarían un caída importante en ninguno de los escenarios previstos e, incluso, podrían aumentar levemente. Para las importaciones, también se prevé una contracción significativa, en principio, que responde a las menores necesidades de producción, inversión y consumo.

Para 2009 los riesgos principales para el crecimiento siguen originándose en la coyuntura externa. De todas maneras, hay que señalar que para Colombia se prevé una recuperación en la segunda mitad del año en todos los escenarios externos contemplados.

En el frente interno los riesgos se estiman menores. En particular, los pronósticos de crecimiento contemplan un sistema financiero solvente y estable, lo cual permite que el canal de crédito, mediante el cual opera la política monetaria, siga funcionando<sup>21</sup>. Algunos choques de oferta, tales como problemas generados por el exceso de lluvias o por paros en sectores estratégicos, podrían afectar al crecimiento, pero en una cuantía pequeña.

Gráfico 63  
Pronósticos de crecimiento del PIB para 2009



Fuente: Banco de la República.

En esta oportunidad se considera que la respuesta ágil de la política monetaria para enfrentar la crisis en los últimos meses podría comenzar a generar dividendos en términos del crecimiento del producto para la segunda mitad del año, y en especial para el cuarto trimestre. A esto se unen los esfuerzos del Gobierno por elaborar políticas que apoyen la expansión económica. Sin embargo, la baja ejecución de los gobiernos locales en el pasado ampliaría la incertidumbre sobre la efectividad y oportunidad de su gasto.

Teniendo en cuenta todos los factores mencionados, se redujo el pronóstico de crecimiento para el año completo frente a lo presentado en el informe del trimestre anterior. Así, actualmente se espera que la economía crezca entre -1,0% y 1,0%, frente al rango previo de 1,0% a 3,0% (Gráfico 63).

## D. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

Para la elaboración de los pronósticos de inflación que se presentan a continuación se tuvo en cuenta lo siguiente:

21 Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2009, Banco de la República.

- *El comportamiento de la inflación a marzo.* Los resultados para el IPC total fueron menores que lo previsto en el informe anterior, y esto sucedió por un descenso más rápido que lo proyectado en el caso de la variación anual del IPC de alimentos, y en menor medida en el de regulados. Por el contrario, los ajustes de precios fueron más altos que lo esperado para los IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados.
- *La mayor variación anual del IPC de transables,* que probablemente está relacionada con la aceleración de la depreciación del peso frente al dólar durante el primer trimestre del año. Los movimientos del tipo de cambio no fueron plenamente anticipados en los pronósticos efectuados para el informe de diciembre. También es probable que la depreciación del tipo de cambio en el cuarto trimestre del año pasado se haya transferido más fuertemente a los precios internos que en circunstancias anteriores y que lo contemplado en el informe pasado.
- Con respecto a los *no transables*, la subestimación de sus resultados a marzo obedecería a la existencia de una indexación de precios más fuerte que la considerada inicialmente. La alta inflación de finales del año pasado y las expectativas también altas hasta febrero contribuyeron a acentuar este fenómeno que golpeó a los precios de varios servicios como salud y educación, principalmente. La debilidad de la demanda no compensó suficientemente estas presiones alcistas.
- Hasta mediados de abril, *el peso muestra una tendencia hacia la depreciación en medio de una gran volatilidad.* A tal fecha su nivel se sitúa cerca de \$2.400 por dólar, y la depreciación acumulada desde mediados de diciembre es de 10%. La alta incertidumbre sobre el comportamiento de la economía mundial y los grandes riesgos que pesan sobre su recuperación hacen prudente esperar un tipo de cambio igualmente volátil y no permiten descartar depreciaciones futuras. Los escenarios de balanza de pagos presentados en una sección anterior de este capítulo consideran dicha posibilidad.
- *La información sobre el sector real* a marzo muestra una economía que continúa debilitándose más allá de lo previsto en los informes anteriores. Esto sucede en buena parte por la fuerte caída en la demanda mundial, que continuó registrándose en los primeros tres meses del año, superando los pronósticos. La crisis internacional habría tenido efectos sobre las exportaciones colombianas y las remesas mayores que lo anticipado, lo que obligó a reducir los pronósticos de crecimiento para el primer semestre y para todo 2009.
- A la par con el menor crecimiento han aumentado los *excesos de capacidad productiva* en la economía colombiana. Esto condujo a una reestimación de la brecha del producto, la cual se situaría en terreno negativo durante 2009, de verificarse los pronósticos de crecimiento (como se muestra en el capítulo I).

Dado lo anterior, para este informe se considera que hay condiciones para que la inflación siga disminuyendo en lo que resta del año. Como sucedió a comienzos de año, se espera que el mayor alivio provenga de los precios de los alimentos y regulados y que éste se concentre durante el segundo trimestre.

En particular, el descenso de la inflación anual de alimentos debe ser amplia durante los meses de mayo y junio, dado que en los mismos meses del año anterior se presentaron aumentos sustanciales, que es poco probable que se repitan en 2009. Además, se espera que los precios internacionales de los alimentos, pese a algunos incrementos, permanezcan muy por debajo de los niveles vistos hasta septiembre del año pasado, contribuyendo al descenso de la variación anual de los precios internos. Así mismo, se prevé un alivio en algunos precios de productos perecederos por cuenta de factores climáticos favorables que han conducido a un crecimiento de la producción por encima de la demanda (los lácteos parecen ser el caso más importante). Así, las proyecciones de alimentos tendieron a disminuir en este informe frente al anterior.

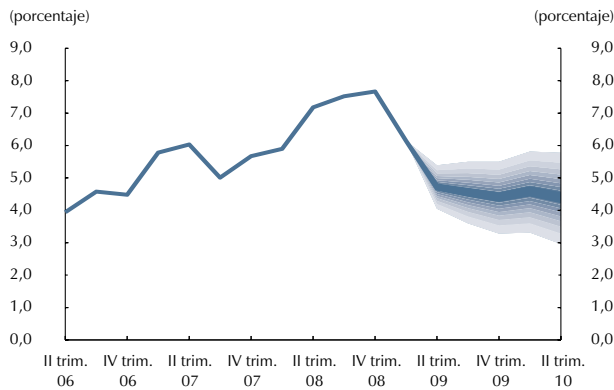
La variación anual del IPC de regulados, por su parte, deberá mantener la tendencia decreciente observada en el pasado reciente. En este caso también se esperan reducciones importantes en los próximos dos trimestres y ligeramente mayores que las contempladas en el informe de diciembre gracias al descenso del precio de los combustibles decretado por el Gobierno nacional a partir de mayo. Los pronósticos, sin embargo, siguen previendo alzas importantes en los precios de algunos servicios públicos, como la energía eléctrica, por las razones señaladas en el capítulo I de este informe.

Con respecto a los transables y no transables sin alimentos ni regulados, los pronósticos en este informe aumentaron. Ello es más claro para la variación anual de transables, en donde la tendencia ascendente registrada en los primeros tres meses del año, unido a la aceleración de la depreciación durante buena parte de dicho período, impulsaron los pronósticos. Para los no transables los ajustes de comienzos de año se mantienen durante lo que resta de 2009, teniendo en cuenta la inercia que ha exhibido esta serie en el pasado. Las proyecciones consideran que la debilidad de la demanda tendría un efecto pequeño sobre los no transables en los próximos dos o tres trimestres.

Así las cosas, hasta finales de año se espera una reducción significativa de la inflación total al consumidor, que no sería muy diferente a la prevista en el informe de diciembre. Además, el grueso de esta reducción se concentraría en los próximos tres o cuatro meses. Para el IPC sin alimentos el descenso sería más gradual y menor que el contemplado antes (gráficos 64 y 65).

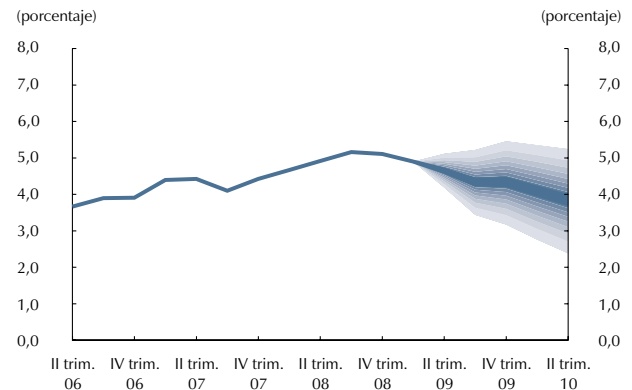
Hacia más largo plazo los pronósticos sí tendieron a disminuir más que lo proyectado en diciembre, y esto sucedió básicamente por la reducción de las presiones inflacionarias provenientes de una demanda más débil que la contemplada antes. Buena parte del descenso sería capturado por medio del IPC de no transables, aunque también otros segmentos del IPC tenderán a ser impactados por el menor crecimiento económico. Por otro lado, la senda central supone algunas presiones sobre precios por

Gráfico 64  
Fan chart de la inflación total <sup>a/</sup>



a/ Los pronósticos se construyen bajo una política monetaria que busca garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.  
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 65  
Fan chart de la inflación sin alimentos <sup>a/</sup>



a/ Los pronósticos se construyen bajo una política monetaria que busca garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.  
Fuente: cálculos del Banco de la República.

cuenta del tipo de cambio, y no considera choques de oferta que puedan afectar los precios de los alimentos. Los resultados de inflación descritos suponen una política monetaria activa que busca el cumplimiento de las metas de inflación.

## 2. Balance de riesgos

El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *Fan Chart* de los gráficos 64 y 65. El balance continúa siendo amplio, reconociendo la incertidumbre que rodea el comportamiento de la economía mundial y el impacto que tiene sobre la economía colombiana mediante múltiples canales como el tipo de cambio, los precios de los alimentos y combustibles, el ingreso y la demanda.

En general, el análisis de riesgos indica que la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo del techo del rango meta de 2009 es alta y mayor que la contemplada en informes anteriores. Como es usual, el balance de riesgos se construyó a partir de la senda central de pronóstico (la moda), la cual se sitúa en la parte inferior del rango para finales de 2009 (entre 4,5% y 5,5%). En cuanto a esta senda central, los riesgos al alza y a la baja se compensan en esta oportunidad, mostrando un *Fan Chart* parcialmente simétrico.

Los riesgos a la baja sobre la inflación total y la de sin alimentos serían:

- *Una crisis externa más profunda y duradera que la prevista.* Una mayor caída de la demanda mundial y una recuperación más lenta tenderán a afectar más la demanda interna y los precios de los bienes transables que lo previsto. Esto se podría traducir en un crecimiento menor del PIB para este año y para 2010, con lo cual se ampliaría aún más los excesos de capacidad productiva y se afectaría el ritmo de creación de empleo, repercutiendo, a su vez, en una desaceleración más marcada de la inflación. Lo anterior,

siempre y cuando las menores perspectivas de crecimiento mundial no golpeen la confianza en economías emergentes como la colombiana, afectando sus monedas.

- *Mayor exposición a la crisis mundial.* En el cuarto trimestre de 2008 se develó que la economía colombiana podría estar más expuesta a la crisis internacional de lo estimado. Si esta situación continúa, el efecto de la crisis externa tendería a ser mayor sobre el crecimiento y la inflación internos. Esta mayor exposición podría generar algunas consecuencias adversas sobre el sistema financiero interno, el cual hasta la fecha se ha mantenido al margen de la crisis
- *La reducción de las expectativas de inflación.* Dicha reducción podría desincentivar ajustes de precios en lo que resta del año y sobre todo a comienzos de 2010, contribuyendo a una desaceleración más pronunciada de la inflación, en particular la de sin alimentos.
- *Reducción de costos y efectos de segunda ronda.* En 2007 y 2008 se argumentó que parte del incremento del IPC se debía a los denominados efectos de segunda ronda, es decir, a la transmisión de las presiones inflacionarias sobre materias primas a la inflación total vía costos. Con este mismo tipo de análisis, la reducción importante de los precios de materias primas en los últimos dos trimestres podría desencadenar una caída en costos mayor que la prevista como resultado de efectos de segunda ronda no contemplados plenamente en las proyecciones.

Por otra parte, los principales riesgos al alza serían:

- *Un posible repunte en los precios internacionales de los combustibles y alimentos.* En las últimas semanas se ha observado una recuperación de algunos precios internacionales de productos básicos ante señales de una reactivación de la demanda en China. Esta tendencia, de sostenerse, podría revivir presiones en costos y precios de bienes importados, interrumpiendo la caída en la inflación anual de alimentos y regulados prevista en este informe.
- *Los riesgos de oferta: clima y paro de transportadores.* Para el primer semestre del año se ha pronosticado una temporada excepcionalmente lluviosa en Colombia, lo cual, de darse, podría afectar adversamente la producción y comercialización de varios alimentos primarios. Hasta el momento el efecto ha sido el opuesto para el caso de los productos lácteos. Sin embargo, los riesgos siguen presentes. Por otro lado, el paro de transporte de carga podría tener algunas repercusiones en los precios de los alimentos en mayo.

Conviene señalar que cuando se preparaba este informe el peso colombiano presentaba una tendencia hacia la apreciación y que esta situación coincidía con un aumento de la confianza en las economías emergentes y con los anuncios sobre el otorgamiento de recursos contingentes a Colombia por parte del FMI por valor de US\$10.400 m. Estos eventos no fueron contemplados cabalmente en el presente informe.



## Recuadro 2 PROTECCIONISMO: ANTIGUAS Y NUEVAS RESPUESTAS A LA CRISIS MUNDIAL

Pilar Esguerra U.\*

La crisis financiera mundial ha llevado a la adopción de nuevas formas de proteccionismo diferentes a las que tradicionalmente se utilizaban en épocas de depresión como las actuales. Aunque se advierte una expansión importante de este tipo de políticas, también hay un temor reinante de que un aumento de aranceles o de restricciones cuantitativas a las importaciones genere un impacto negativo sobre el comercio mundial semejante al experimentado durante la crisis financiera de los años treinta.

Un consenso que existe entre aquellos autores<sup>1</sup> que han estudiado lo ocurrido durante la Gran Depresión es que fueron precisamente las medidas proteccionistas aplicadas mediante la ley arancelaria de los Estados Unidos, más conocida como Smoot Hawley<sup>2</sup>, las principales responsables de la caída en la producción de la economía del país del norte y del comercio mundial.

**Cuadro R2.1**  
Aranceles de los Estados Unidos y sus principales socios comerciales

País	Aranceles equivalentes ad valorem	
	1920 - 1929	1930 - 1940
Estados Unidos	13,0	16,6
Importaciones totales	35,1	44,5
Otros países		
Promedio ponderado por comercio	9,9	19,9
Canadá	13,4	15,2
Francia	7,1	21,0
Alemania	7,2	26,1
Italia	4,5	16,8
Reino Unido	9,8	23,2

Fuente: Tomado de Eichengreen (1986).

Dicha ley, sancionada el 17 de junio de 1930, aumentó los aranceles a más de 20.000 productos en los Estados Unidos, incrementando los niveles promedio de 13% a 16,6%. Se concentró principalmente en los niveles tarifarios de los productos agrícolas. En ese entonces la ley produjo una gran polémica. Al ponerse en vigencia, como temían algunos de sus críticos, los países socios comerciales de los Estados Unidos adoptaron medidas de respuesta. Como consecuencia de ello no sólo cayeron las importaciones de los bienes con mayores aranceles, como se pretendía, sino que las exportaciones de los Estados Unidos se resintieron, con una disminución de cerca del 60% en el siguiente año a la adopción de las medidas. Por este efecto devastador sobre el comercio se ha considerado que la ley Smoot-Hawley fue una de las principales causas de la denominada Gran Depresión. En el Cuadro 1 puede apreciarse la dimensión del aumento de aranceles aplicados por los Estados Unidos y sus principales socios comerciales.

Algunos autores como Eichengreen (1986) tienen una visión un poco diferente sobre el impacto en la Gran Depresión de la ley mencionada. De acuerdo con este autor, tales medidas en sí no fueron las responsables de la caída del PIB y el aumento del desempleo que se experimentó a comienzos de los años treinta en los Estados Unidos, sino que más bien ofrecieron un impacto benéfico sobre la economía de ese país en el muy corto plazo. La mayor protección logró que la producción no cayera tanto y compensara el efecto del muy fuerte choque externo, producido por la caída de los precios de los productos básicos, principales renglones de exportación de esa nación en ese entonces<sup>3</sup>. La destorcida de los precios de los bienes básicos a su vez agravó la situación de los agricultores que no pudieron responder por sus deudas al sistema financiero. Así, para este autor, el verdadero responsable de la caída en la actividad económica fue el choque externo en sí, al que vino a sumarse el impacto de las medidas de respuesta adoptadas por los socios comerciales de los Estados Unidos. Por consiguiente, el efecto de la ley fue peor en el resto del mundo que en los Estados Unidos. Lo ocurrido, entonces, se cita tradicionalmente en la literatura económica como un típico ejemplo de las conocidas políticas de *beggar-thy-neighbor* (rogar al vecino), consistentes en que una acción tomada por un país tiene impacto negativo sobre sus vecinos o sus socios comerciales.

\* La autora es asesora de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones de este recuadro son exclusiva responsabilidad de la autora.

1 Véase por ejemplo Metzler (1976), Crucini y Kahn (2003) o Gordon y Wilson (1981).

2 La ley se denominó Smoot-Hawley, apellidos de los dos senadores que la apadrinaron en el Congreso estadounidense. También se usa Hawley-Smoot para denominar la misma ley.

3 Adicionalmente, Eichengreen ha demostrado que el aumento de aranceles no fue tan pronunciado por dos factores: en ese entonces se aplicaban tarifas arancelarias específicas sobre los productos y la caída de la actividad económica vino acompañada por un proceso de deflación.



De esta manera, conviene entonces distinguir sobre el impacto que pueden tener medidas proteccionistas como las adoptadas con dicha ley sobre la actividad económica de un país en el corto y el largo plazos. En el corto plazo una medida de protección al mercado interno puede constituirse en un paliativo para la caída en la actividad económica y el aumento del desempleo como respuesta a un choque externo; obviamente en ausencia de influencia externa, pues otra historia es cuando se producen retaliaciones. Sin embargo, como lo ha hecho notar Hubauer (2009), esto depende también de las industrias a las que se aplique la mayor protección. En el caso de los Estados Unidos, por ejemplo, con sus recientes medidas de estímulo económico (febrero 2009) se decidió proteger a la industria del acero, que se caracteriza por generar muy poco empleo; por lo cual han sido criticadas, ya que no se puede esperar un impacto importante sobre el desempleo y, en cambio, puede deteriorar severamente las relaciones con sus socios comerciales, incluidos los países con los que se han firmado acuerdos de libre comercio.

En el largo plazo, dependiendo de cuánto tiempo se mantengan las medidas, el efecto es perjudicial tanto sobre la actividad como sobre el empleo. Esto, porque un aumento de los aranceles produce una desviación de recursos hacia las actividades protegidas, generando ineficiencias y un claro sesgo antiexportador.

A pesar de que hay algunos matices en la visión sobre lo ocurrido en los años treinta con tales políticas de protección, en las épocas actuales los países se han preocupado por no acudir masivamente a medidas de aumentos de aranceles para tratar de incentivar la producción interna, pues se pueden generar efectos perjudiciales colaterales. Esto, debido a la gran globalización que hoy exhiben los procesos productivos, dentro de los cuales es fundamental la especialización de actividades en diferentes regiones a nivel mundial.

Es por ello que unas pocas naciones, entre las que se cuentan Ecuador, Argentina, Indonesia, India, Vietnam, Ucrania, Rusia y Turquía, han acudido al aumento de aranceles y barreras no arancelarias a la importación como respuesta a la crisis<sup>4</sup>. Sin embargo, han surgido de manera más generalizada nuevas formas de proteccionismo no tan evidentes como la subida de aranceles; por ejemplo, las contenidas en muchos paquetes de ayuda a industrias específicas en países desarrollados y emergentes que crean incentivos a “comprar lo nacional” en lugar de productos importados. Otra forma

---

4 Rusia restringió la importación de automóviles, Ecuador aumentó los aranceles a más de 600 productos, Argentina impuso límites a las importaciones de autopartes, juguetes, zapatos y manufacturas de cuero, Indonesia limitó las importaciones a cinco categorías de bienes de consumo tales como textiles, zapatos, juguetes, productos electrónicos, alimentos y bebidas (Banco Mundial, 2009).

de proteccionismo develado es otorgar subsidios y ayudas financieras a las empresas nacionales en lugar de las extranjeras. Aunque tienen un aspecto distinto a la mera subida de aranceles, estas medidas tendrían el mismo efecto en el corto y largo plazos: pueden conducir a respuestas externas y generarían grandes ineficiencias en la asignación de recursos de las economías, al impedir una especialización eficiente como respuesta a la crisis. Como efecto colateral, tales políticas no solo desincentivan el comercio global, que se resentirá fuertemente en 2009 y posiblemente en 2010, sino que ponen en vilo los distintos procesos de integración económica, incluyendo los multilaterales, en un momento cuando se necesitan para evitar este colapso comercial.

El paquete de estímulo fiscal de los Estados Unidos, por ejemplo, contiene normas que limitan la utilización de bienes de hierro, acero o aluminio y sus manufacturas, incluso cuando son procedentes de países signatarios de acuerdos de libre comercio con la nación del norte, tales como Unión Europea, Tlcan y Japón. Este tipo de medidas han llevado a respuestas en esas naciones con normas similares en sus paquetes de estímulo fiscal, o como recientemente hizo México: subiendo los aranceles a algunos productos procedentes de los Estados Unidos (noventa posiciones arancelarias)

Pero las medidas proteccionistas como las descritas han venido acompañadas de aquellas que buscan proteger no sólo la producción de bienes y servicios nacionales, sino evitar las salidas de los flujos de capital, dentro de lo que se puede denominar proteccionismo financiero. Este tipo de políticas se explica porque uno de los efectos principales de la crisis ha sido una caída sustancial de estos flujos a nivel mundial. El crédito comercial bancario está prácticamente paralizado y éste representaba cerca de la mitad de los flujos internacionales de capital. También se esperan disminuciones en los flujos de portafolio y en la inversión extranjera directa a nivel global. Quepa restaltar que esta caída en los flujos de capital tendrá un efecto negativo importante sobre el crecimiento de los países emergentes.

Adicionalmente, las pérdidas significativas de los bancos en países desarrollados llevarán a un recorte de los préstamos que tales entidades otorgan a sus subsidiarias de países emergentes, agravando la situación de escasez de capitales. Además, el mundo clama por una nueva regulación financiera que muy posiblemente será más restrictiva para estos flujos. Por ejemplo, la administración Obama avanzó en esta dirección al proponer normas que desincentivan los flujos de capital desde paraísos fiscales y plantear que las empresas estadounidenses que se encuentren localizadas en estos destinos, deberán tributar en los Estados Unidos. También, en los paquetes de estímulo fiscal de países como el Reino Unido, Grecia, Francia y Dinamarca se incluyen provisiones para que las entidades financieras solamente les otorguen préstamos a empresas nacionales, lo mismo que incentivan la redirección del crédito hacia actividades nacionales en crisis. Este tipo de medidas

que afectan las decisiones de los bancos, podrían conducir a asignaciones ineficientes de los recursos y también afectarían negativamente el crecimiento de largo plazo de las economías que las ponen en vigencia aparte del daño que pueden producir sobre otros países.

Al mismo tiempo, el mundo experimenta un uso generalizado de los controles a los flujos de capital, especialmente dirigidos a detener la salida de capitales, mientras que se relajan los que estaban vigentes en algunas naciones para dificultar la entrada. Algunas naciones como Islandia, Ucrania y Argentina, por ejemplo, han reforzado sus controles de cambios; otras, han impuesto requisitos de capital mayores a los bancos extranjeros, forzándoles a adquirir activos financieros nacionales.

Los proteccionismos comercial y financiero amenazan con sumarse a un proteccionismo laboral. El desempleo imperante y creciente en muchas naciones desarrolladas ha llevado a protestas y reclamos que buscan que se blinde el empleo de trabajadores nacionales en detrimento de los extranjeros. Países como Malasia han adoptado medidas que prohíben la contratación de personal extranjero en fábricas, almacenes y restaurantes. Se han creado, además, incentivos en varios países para que los inmigrantes retornen a sus países de origen, y en muchos casos ello ya está ocurriendo, aunque la utilización de estos programas no es muy elevada, porque normalmente incluyen el compromiso de no retorno por un período hasta de cinco años. En todo caso, este nuevo proteccionismo laboral que amenaza con surgir en el mundo será un factor adicional que afectará las remesas, llevándolas a disminuir por efecto de la crisis. Aquellos

países cuyos emigrantes trabajan principalmente en actividades como la industria manufacturera y la construcción serán los más perjudicados.

Así las cosas, aunque no resulta evidente que el proteccionismo haya sido una respuesta generalizada de política a la crisis financiera internacional, hay muchas formas develadas de esta práctica que podrán tener los mismos efectos perjudiciales que ocasionó la ley Smoot-Hawley en su momento.

## Referencias

Eichengreen, B. *The Political Economy of the Smoot Hawley Tariff*, National Bureau of Economic Research (mimeo), 1986.

Banco Mundial. Trade Protection: Incipient but Worrisome Trends. Trade notes, *International Trade Department*, núm. 37, 2009.

Hufbauer, G.; Schott, J. "Buy American: Bad for Jobs, Worse for Reputation", Policy Brief, núm. PB09-2, *Peterson Institute for International Economics*, 2009.

Crucini, M.; Kahn, J. Tariffs and the Great Depression Revisited", Federal Reserve Bank of New York; *National Bureau of Economic Research*, Staff Report, núm. 172, 2003.

Meztler, L. "Monetary and other Explanations for the Start of the Great Depression", *Journal of Monetary Economics*, núm. 2, 1976.

# ANEXO

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2009 y 2010. Al momento de la consulta dichos agentes contaban con información a abril de 2009.

Cuadro A1  
Proyecciones para 2009

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
<b>Analistas locales</b>						
Alianza Valores	(0,5)	4,3	2.540	6,0	(1,5)	13,5
ANIF <sup>a/</sup>	(0,5)	5,0	n.d.	6,4	(3,9)	14,0
Banco de Bogotá	0,5	5,0	2.500	5,5	(1,7)	13,2
Banco Santander	(1,0)	4,5	2.460	n.d.	(2,0)	13,0
Bancolombia	0,7	4,8	2.400	6,4	(4,0)	13,8
BBVA Colombia <sup>a/</sup>	(0,5)	4,3	2.543	6,4	(4,2)	13,0
Corficolombiana	0,0	4,4	2.374	5,3	n.d.	14,7
Corredores Asociados	(0,1)	4,0	2.150	5,5	(3,9)	15,0
Correval	0,7	4,4	2.470	6,0	(3,0)	13,5
Fedesarrollo	0,5	5,2	2.513	n.d.	n.d.	13,2
<b>Promedio</b>	<b>(0,1)</b>	<b>4,6</b>	<b>2.439</b>	<b>5,9</b>	<b>(3,0)</b>	<b>13,7</b>
<b>Analistas externos</b>						
Citibank	0,0	4,8	2.400	5,5	3,0	15,0
Deutsche Bank	0,3	5,0	2.550	n.d.	n.d.	14,0
Goldman Sachs	(0,3)	5,0	2.550	n.d.	(3,0)	n.d.
JP Morgan	0,5	5,5	2.594	6,0	(3,0)	n.d.
<b>Promedio</b>	<b>0,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2.524</b>	<b>5,8</b>	<b>(1,0)</b>	<b>14,5</b>

n.d. no disponible

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

Fuente: encuesta electrónica.

## 1. Proyecciones para 2009

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de -0,1% frente 2,9% registrado en el *Informe sobre Inflación* anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas estiman un crecimiento promedio del PIB de 0,1%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 4,6% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 5,1% en promedio. El primer valor es cercano al piso del rango meta fijado por la JDBR para 2009 (entre 4,5% y 5,5%).

Cuadro A2  
Proyecciones para 2010

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
<b>Analistas locales</b>			
Alianza Valores	2,8	4,0	2.350
ANIF <sup>a/</sup>	2,6	4,5	n.d.
Banco de Bogotá	2,5	5,0	2.600
Banco Santander	2,2	4,8	2.245
Bancolombia	1,9	4,5	2.496
BBVA Colombia <sup>a/</sup>	1,1	3,8	2.786
Corficolombiana	1,9	4,0	n.d.
Corredores Asociados	1,5	4,2	2.300
Correval	2,0	3,9	2.537
Fedesarrollo	1,7	4,6	2.626
<b>Promedio</b>	<b>2,0</b>	<b>4,3</b>	<b>2.492</b>
<b>Analistas externos</b>			
Citibank	1,5	3,8	2.350
Deutsche Bank	2,6	4,5	2.550
Goldman Sachs	2,5	3,8	2.600
JP Morgan	3,0	4,5	2.700
<b>Promedio</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>2.550</b>

n.d. no disponible

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

Fuente: encuesta electrónica.

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$2.439 frente a \$2.443 previsto en la encuesta aplicada en enero de 2009. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$2.520 para el cierre de año.

Para la DTF, tanto los analistas locales como extranjeros proyectan caídas a niveles muy similares, 5,9% y 5,8%, respectivamente. Adicionalmente, los agentes consultados esperan un aumento en la tasa de desempleo, la cual se estaría ubicando en 13,7% según los locales y en 14,5% para los externos.

## 2. Proyecciones para 2010

Para el próximo año, los analistas nacionales prevén un crecimiento de 2,0% frente a 2,4% estimado por los agentes extranjeros. Con respecto a la inflación, los analistas locales proyectan una inflación ligeramente mayor que los internacionales (4,3% frente 4,2%). En cuanto al tipo de cambio las entidades nacionales y las externas esperan valores promedio del tipo de cambio de \$2.492 y \$2.550, respectivamente.